

EL PAPEL
DE LA POSICIÓN
FINANCIERA
DE LOS AGENTES
ECONÓMICOS
EN LA TRANSMISIÓN
DE LA POLÍTICA
MONETARIA

Juan María Peñalosa

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 54 - 1996

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

EL PAPEL
DE LA POSICIÓN
FINANCIERA
DE LOS AGENTES
ECONÓMICOS
EN LA TRANSMISIÓN
DE LA POLÍTICA
MONETARIA

Juan María Peñalosa

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-451-7

Depósito legal: M-1351-1996

Imprenta del Banco de España

ÍNDICE

	<u>Páginas</u>
INTRODUCCIÓN.....	7
I. RASGOS GENERALES DE LAS POSICIONES FINAN- CIERAS DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS.....	15
II. LA POSICIÓN FINANCIERA CONJUNTA DE LAS FAMI- LIAS Y DE LAS EMPRESAS.....	21
III. LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS.....	29
IV. LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS.....	47
V. LA ACTIVIDAD FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIO- NES PÚBLICAS Y LA POLÍTICA MONETARIA.....	63
VI. CONCLUSIONES	77
BIBLIOGRAFÍA	81
ANEJO I: Metodología y definición de algunas variables uti- lizadas.....	83
ANEJO II: Aproximación a los efectos renta y riqueza produci- dos por el aumento del tipo de intervención del Banco de España	85
ANEJO III: Aproximación a los efectos renta y riqueza produci- dos por una depreciación del tipo de cambio de la peseta	89
ANEJO IV: Rangos de valores utilizados para clasificar los cri- terios que describen el papel de la posición finan- ciera de los sectores en el mecanismo de transmi- sión de la política monetaria	91

INTRODUCCIÓN (1)

La política monetaria trata de alcanzar la estabilidad de precios mediante la modificación de las condiciones financieras de la economía, que afectan al ritmo de crecimiento de la renta nominal, a la evolución del tipo de cambio y a las propias expectativas de inflación de los agentes. La influencia de las decisiones del banco central en el comportamiento de los agentes, y, por tanto, en la evolución de la renta y de los precios, discurre a través de distintos canales [véase King (1994)], que se resumen en el esquema 1.

En primer lugar, la transmisión de los movimientos de los tipos de interés bajo control del banco central, normalmente tipos a plazos muy cortos, hacia otros plazos y mercados afecta a los incentivos a ahorrar y a endeudarse de los distintos agentes económicos. La respuesta de los agentes a estos cambios en los tipos de interés depende de la magnitud de los efectos sustitución (por cambios en el atractivo relativo del ahorro frente al gasto), renta (por cambios en los ingresos financieros netos percibidos) y riqueza (por los cambios provocados en el valor de mercado del saldo neto de activos reales y financieros), de los que resultará el impacto final de la política monetaria sobre la demanda agregada. La posición financiera de los agentes, es decir, su estructura de activos y pasivos financieros, representa el principal factor que determina la magnitud de los efectos renta y riqueza.

En segundo lugar, las modificaciones en el grado de restricción relativa de la política monetaria afectan al comportamiento del tipo de cambio de la moneda nacional y, por tanto, a la evolución de los precios relativos de los bienes nacionales y extranjeros, lo que tiene repercusiones sobre la demanda agregada y sobre la inflación. Asimismo, las variaciones del tipo de cambio producen un efecto renta y un efecto riqueza en los agentes que mantienen una cierta posición financiera denominada en moneda extranjera, lo que también puede influir en la determinación de sus decisiones de gasto.

(1) La elaboración de la información estadística de este trabajo ha sido realizada por Luis Ángel Maza. Agradezco los comentarios recibidos de Isabel Argimón, Ignacio Hernández, M^a Cruz Manzano, Carmen Sánchez Carretero y Teresa Sastre.

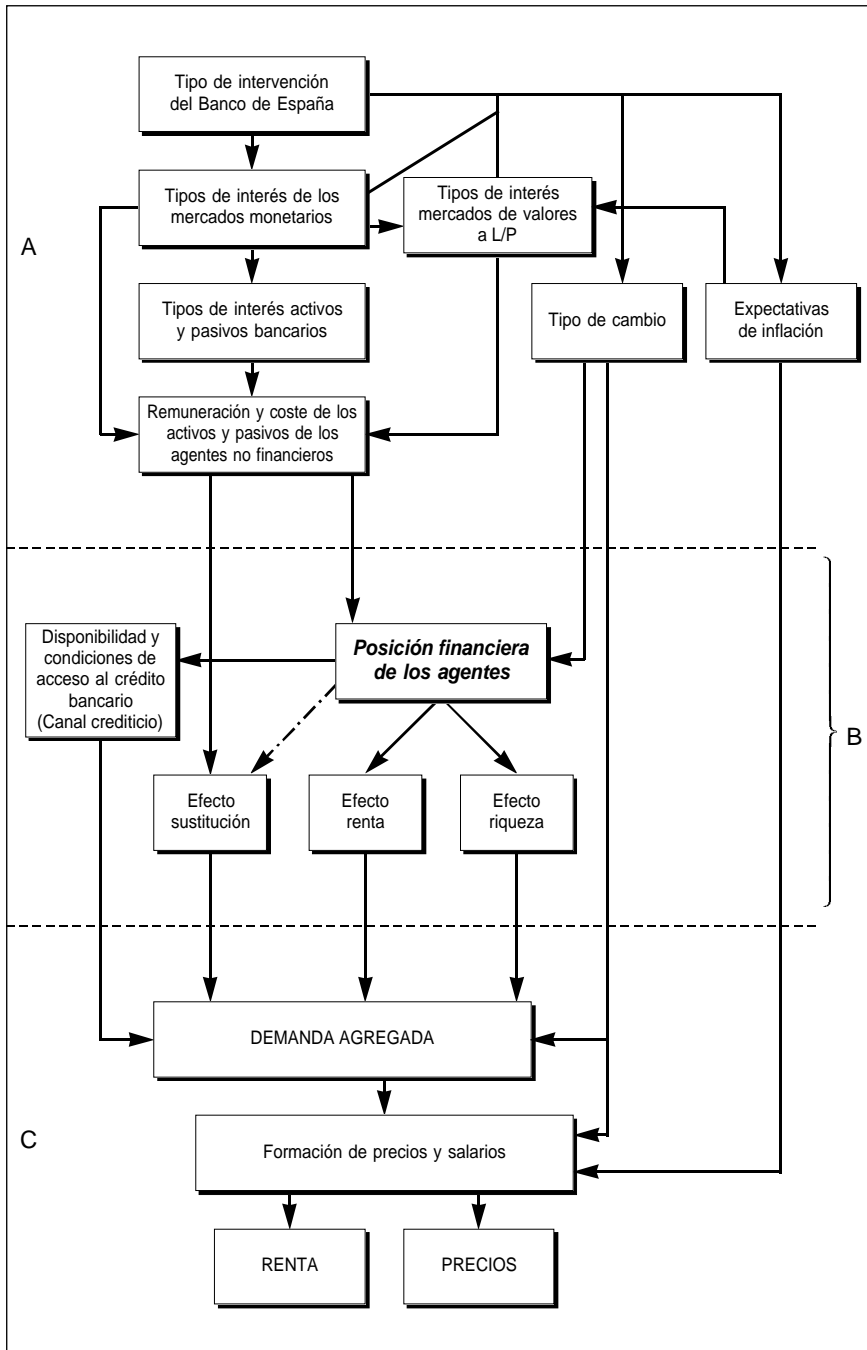
En tercer lugar, la política monetaria afecta también a la disponibilidad y a las condiciones del crédito bancario, lo que, en ausencia de una sustitución perfecta por otras fuentes de financiación, puede influir en las decisiones de gasto de los agentes; principalmente, de los más dependientes de dicho crédito, como las familias y las empresas de menor tamaño.

Por último, la transmisión de estos impulsos monetarios se ve complementada por el impacto directo que las actuaciones del banco central tienen sobre las expectativas de los agentes y, a través de ellas, sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas finales. Este impacto será tanto mayor, cuanto más perceptible sea la potencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria y la coherencia de la política económica en su conjunto. En los últimos años, el desarrollo de los mercados financieros y la creciente competencia de las entidades de crédito, junto con la mejora en la transparencia y publicidad de las decisiones de la política monetaria, han favorecido la propagación de los impulsos monetarios. Por el contrario, la mayor integración financiera a nivel internacional ha interferido, progresivamente, en el proceso de transmisión de la política monetaria, al aumentar la sensibilidad que presentan algunas variables financieras básicas, como el tipo de cambio o los tipos de interés a largo plazo, a modificaciones en el entorno económico y financiero internacional, no controlables directamente por la política monetaria nacional [véase Alejano y Peñalosa (1995)].

En el caso español, el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha sido analizado en diversos trabajos. El que presenta un contenido más amplio es el de Estrada *et al.* (1994). En él se analizan las distintas fases del proceso de transmisión, evaluando el impacto de los cambios en el tipo de intervención del Banco de España sobre las distintas variables macroeconómicas finales. Con un objetivo similar, Mestre (1995) obtiene, utilizando un modelo macroeconómico de tamaño pequeño (MOISEES), que las empresas son los agentes más sensibles a la política monetaria. Escrivá y Haldane (1994) realizan un análisis sectorial del mecanismo de transmisión y subrayan, asimismo, el mayor impacto de la política monetaria sobre las empresas en comparación con las familias. Otros aspectos más concretos del mecanismo de transmisión, como la traslación de los cambios en el tipo de intervención del Banco de España y en los tipos a corto plazo a los tipos de los instrumentos bancarios, han sido tratados en diversos trabajos, como los de Sastre (1991), Manzano y Galmés (1995a y 1995b) y Sáez (1995). Por otra parte, Hernando (1995) analiza la existencia de un canal crediticio en la economía española y Fuentes (1995) examina la evolución reciente del crédito bancario y sus efectos sobre la financiación del sector privado.

La importancia relativa de los canales de transmisión de la política monetaria anteriormente citados viene determinada por numerosos facto-

PRINCIPALES CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



res que afectan a la relación entre los tipos de interés del banco central y las decisiones de gasto y las expectativas de los agentes. Entre estos factores, destacan: las características institucionales y estructurales del sistema financiero nacional, tales como la orientación de las entidades crediticias hacia determinados mercados o plazos o el desarrollo de mercados financieros no bancarios; el grado de estabilidad financiera del país y la confianza en la instrumentación de una política económica coherente; y los hábitos de ahorro y endeudamiento de los agentes y su posición financiera de partida.

El objeto de este trabajo es el de analizar cómo influye la posición financiera de los agentes en la transmisión de los impulsos monetarios (2) (etapa B del esquema 1). Como se señaló anteriormente, la magnitud del efecto renta y del efecto riqueza en el canal monetario tradicional, el impacto de las variaciones del tipo de cambio y la disponibilidad y las condiciones de acceso al crédito bancario, que caracterizan una buena parte del mecanismo de transmisión monetaria, dependen de la posición financiera de los agentes económicos (3). Esta posición ocupa un lugar intermedio dentro de lo que podría considerarse el esquema convencional de transmisión de la política monetaria, al situarse entre la conexión de los tipos de interés de los diferentes mercados y el tipo de cambio (etapa A) y la determinación del efecto que supone la reacción de los agentes sobre el gasto nominal de la economía (etapa C) (4).

El estudio de la estructura financiera de los distintos sectores es, por tanto, necesario para realizar una valoración del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La naturaleza de dicha estructura puede retrasar o acelerar la propagación de los impulsos monetarios en otras etapas de dicho proceso de transmisión (5). En este sentido, debe desta-

(2) Con un objeto similar, Borio (1995) y Kneeshaw (1995) realizan una comparación internacional del papel que desempeña la posición financiera de las empresas y las familias en la transmisión de la política monetaria.

(3) En el análisis que se realiza en este trabajo, la posición financiera sobre la que repercute la política monetaria se considera como dada, y, por tanto, no se tienen en cuenta las posibles recomposiciones de los activos y de los pasivos financieros provocadas por los impulsos monetarios. Sin embargo, en la medida en que el conjunto de la estructura financiera responda, en líneas generales, con lentitud a los cambios en la política monetaria, el enfoque utilizado en este trabajo podría preservar su validez.

(4) En este trabajo no se aborda qué impacto final tiene la política monetaria sobre las decisiones de gasto de los agentes, sino que se realiza una valoración de la medida en que los movimientos de los tipos de interés a corto plazo, en conjunción con la posición financiera de los agentes, afectan a algunos de los determinantes de dichas decisiones de gasto, como son la renta disponible, la riqueza financiera o la capacidad de los agentes para endeudarse.

(5) Se considera que la posición financiera de los agentes afecta, sobre todo, a la *rapidez* con que los impulsos monetarios se transmiten. Aunque la *intensidad* de dicho proceso de transmisión se verá también seguramente afectada, resulta más complicado demostrarlo en algunos casos, al ser mayores las dificultades para evaluar los efectos finales de la transmisión después de un período largo.

carse que la posición financiera de los sectores económicos no puede caracterizar por sí misma la potencia de la política monetaria, puesto que, por un lado, ese no es sino un «engranaje» más del mecanismo de transmisión y, por otro lado, porque, como puede observarse en el esquema 1, existen otros canales de transmisión que no pasan por dicho «engranaje» (por ejemplo, el proceso que opera a través del tipo de cambio o de las expectativas de inflación de los agentes).

La posición financiera de los agentes se ha considerado en un sentido amplio, de forma que incluye tanto aspectos cuantificables como el nivel de los activos y pasivos financieros de cada sector, su composición y las condiciones en que estos instrumentos tienen fijada su remuneración, junto a otros más difíciles de medir, como la capacidad de acceso de los distintos agentes a la financiación ajena o la percepción de la solvencia que realizan los prestamistas. Este enfoque permite, además, analizar el impacto relativo de la política monetaria en cada sector, tarea que, si bien ha sido objeto de análisis en alguno de los trabajos citados anteriormente, no ha sido acometida, hasta el momento, de modo exhaustivo.

En concreto, los aspectos de la estructura financiera de los agentes que se han analizado en este trabajo son los siguientes:

a) *La riqueza financiera neta.* La variación de los tipos de interés provoca un *efecto renta*, que, según cuáles sean el saldo inicial de activos y pasivos financieros y la sensibilidad de su remuneración a cambios en los tipos de interés, puede favorecer o entorpecer la transmisión de la política monetaria.

b) *Los plazos de los saldos financieros.* Dado que las decisiones del banco central tienen un mayor impacto sobre los tipos de interés a corto plazo, cuanto mayor sea la posición deudora neta a este plazo y más frecuente sea el endeudamiento a corto plazo, más potente será dicha transmisión.

c) *El plazo de revisión de los tipos de interés de los instrumentos financieros y su referencia.* Si los pasivos financieros de los agentes están contratados a largo plazo, pero periódicamente se revisa su remuneración, esta se podrá adaptar a las condiciones monetarias prevalecientes en el mercado, con lo que se favorece la transmisión de la política monetaria mediante el efecto renta antes descrito. Asimismo, cuanto más ligado esté el tipo de referencia de dichas revisiones al tipo de intervención del banco central, más potente será dicha transmisión. En el caso de los activos financieros, el efecto renta interferirá en menor medida en la transmisión de la política monetaria, si la revisión en la remuneración de los mismos no se realiza de forma frecuente.

d) *La composición de la riqueza financiera.* Si se acepta que los cambios en los tipos de interés se trasladan a la tasa a la que se descuentan los flujos futuros de renta de algunas inversiones financieras y, por tanto, a sus precios de mercado, una mayor restricción monetaria tendería a reducir el valor actual de la riqueza financiera de los agentes, y viceversa, con lo que este efecto contribuiría a reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria (6). A este respecto, se ha considerado que los activos financieros susceptibles de ver modificado su valor de mercado por cambios en los tipos de interés son los valores negociables de renta fija y de renta variable.

e) *El grado de intermediación bancaria.* Generalmente, se considera que las decisiones de política monetaria se transmiten con especial intensidad a través de las decisiones de las entidades crediticias nacionales, que dependen, en buena medida, de la evolución de los mercados monetarios [véase Manzano y Galmés (1995a)]. En respuesta a los movimientos en los tipos a corto plazo, las entidades varían los tipos de interés de sus activos y pasivos, y, en ocasiones, también la disponibilidad de su oferta de crédito. En los últimos años, además, la *intensificación de la competencia* bancaria ha supuesto una transmisión más rápida desde los tipos de interés a corto plazo hacia los tipos de los instrumentos bancarios. Por el contrario, el impacto de la política monetaria en las condiciones financieras que se negocian frente a otros prestamistas no bancarios (como otras empresas o entidades no residentes) resulta, normalmente, inferior. En principio, por tanto, cabría pensar que, cuanto mayor sea la proporción de activos y pasivos financieros frente al sistema crediticio, más potente será el mecanismo de transmisión. Asimismo, si se da por supuesta la existencia de un canal crediticio, en el que los cambios en la oferta de crédito bancario ampliaran las decisiones de la política monetaria, cuanto mayor fuera la dependencia de los agentes de esa fuente de financiación, mayor sería la potencia de la política monetaria [véase Hernando (1995)].

f) *Las alternativas de financiación no bancarias: créditos en moneda extranjera, crédito interempresarial y mercados de valores.* Las posibilidades de acudir a estas alternativas no son las mismas para todos los agentes: en general, cuanto mayor es el tamaño del agente, mayor es su capacidad para captar financiación fuera de los circuitos bancarios. La utilización de estas alternativas permite a los agentes diseñar una estrategia de financiación más flexible, más desconectada de los cambios en la política monetaria y a un coste menor. La diversificación de las fuentes

(6) En el caso de las empresas, la consideración de los valores de renta variable en el pasivo del balance reviste algunas peculiaridades, puesto que su revalorización tiene un impacto positivo sobre las decisiones de gasto de las empresas, aunque contablemente pueda suponer una disminución de la riqueza financiera neta.

de financiación permite, además, garantizar la disponibilidad de recursos, incluso en períodos de racionamiento crediticio. Sin embargo, a medio plazo, en la medida en que los impulsos monetarios se transmitan a todos los tramos y mercados y el tipo de cambio se mueva en consonancia con el diferencial descubierto de tipos de interés, las ventajas en términos de coste de estas alternativas se podrían ver reducidas o, incluso, completamente anuladas.

g) *Sensibilidad ante cambios en los tipos de interés.* La política monetaria modifica el atractivo relativo del ahorro y del gasto, con lo que se produce siempre un *efecto sustitución* que discurre en el sentido deseado por la política monetaria. Aunque, en principio, este efecto es relativamente independiente de la posición financiera de los agentes, en determinadas circunstancias la capacidad para afrontar nuevos gastos mediante recursos ajenos puede venir determinada por la situación financiera de partida. Los agentes con un mayor saldo de activos financieros netos, una mayor dimensión, una posición dominante en los mercados financieros o un elevado poder negociador estarán, en general, menos restringidos por la liquidez y podrán, por tanto, mantener sus decisiones de gasto y sus planes de endeudamiento, aunque se instrumentara una mayor restricción monetaria. La utilización de *instrumentos de cobertura* o derivados permite también que las condiciones financieras relevantes para estos agentes sean menos sensibles a los cambios en la política monetaria. Por el contrario, estos cambios podrían afectar significativamente a los agentes de menor tamaño, en especial a las familias y a las pequeñas empresas, cuyo acceso al crédito bancario depende poderosamente de la relación entre su renta disponible y la carga financiera que representa el endeudamiento.

h) *La prima de riesgo de crédito.* Esta prima de riesgo depende tanto de la *situación financiera de partida* de los agentes como de la sensibilidad de la misma a cambios en la *posición cíclica* de la economía. Cuanto mayor es la riqueza financiera del agente, menor es la prima de riesgo. Este efecto permite, en etapas de restricción monetaria, contrarrestar el aumento de los tipos de interés mediante la aportación de garantías. La prima de riesgo se ajustará, asimismo, a la probabilidad de impago, y, por tanto, a la situación cíclica, lo que incentivará, en términos relativos, el endeudamiento en las fases de expansión y lo penalizará en las épocas de recesión. En la medida en que la política monetaria presente una orientación anticíclica, el carácter de las primas de riesgo obstaculizará el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La valoración que hagan las entidades crediticias de las *ratios* de morosidad por agentes y por instrumentos y su variabilidad a lo largo del ciclo determinarán la importancia real de este fenómeno. Los cambios en la prima de riesgo de un instrumento financiero se manifiestan en las variaciones del diferencial entre su tipo de interés y el de uno alternativo sin riesgo. No obstan-

te, la percepción de un elevado nivel de riesgo no se observa siempre en el aumento de dicho diferencial, sino que, en muchas ocasiones, lo que tiene lugar es la denegación de la financiación solicitada, como ya se comentó en el apartado anterior.

En este trabajo, se analizará la posición financiera de los agentes económicos, atendiendo, principalmente, a estos factores. Se examinará la situación del sector privado no financiero —y, dentro de este, las empresas y las familias por separado— y de las Administraciones Públicas. Este trabajo tiene la particularidad de analizar las Administraciones Públicas como un agente económico que desempeña también un papel importante en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Tradicionalmente, no se ha entendido que las Administraciones Públicas hayan de ajustar sus decisiones de gasto al aumento de los tipos de interés, de forma que una política monetaria más restrictiva conduciría a una mayor carga financiera y a un déficit público más elevado. Las decisiones de gasto de las Administraciones Públicas no figuran, en principio, entre las variables sobre las que la política monetaria puede influir directamente. Sin embargo, en la medida en que los objetivos de déficit público han comenzado a recibir una atención prioritaria y, como consecuencia del Tratado de la Unión Europea, las Administraciones Públicas se han visto obligadas a renunciar a toda forma de financiación privilegiada, cabría esperar que estos agentes mostraran de forma progresiva una mayor sensibilidad a la actuación de la política monetaria, de forma similar al modo en que sucede con los sujetos del sector privado. Asimismo, debe resaltarse la importancia que tiene la evolución de las finanzas públicas para la instrumentación de una política monetaria creíble, puesto que ese es uno de los factores fundamentales en los que se basan las expectativas sobre la inflación, tipos de interés y tipos de cambio.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma: en el capítulo I, se analizan los rasgos generales de la posición financiera de los agentes no financieros, subrayando las principales diferencias que existen entre ellos. A continuación, en el capítulo II, se realiza una primera aproximación al papel que desempeña la posición financiera del sector privado dentro del proceso de transmisión monetaria, mientras que en los capítulos III y IV se realiza una descripción de dicho papel para las familias y para las empresas por separado. En el capítulo VI, se analiza la creciente influencia que la política monetaria está ejerciendo sobre la política fiscal y el mayor protagonismo de las Administraciones Públicas en la transmisión de la política monetaria. Finalmente, el capítulo VII presenta las principales conclusiones del trabajo.

RASGOS GENERALES DE LAS POSICIONES FINANCIERAS DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS

Dentro de los sectores residentes no financieros, las familias proporcionan recursos financieros netos para la financiación de las posiciones deudoras de las empresas y, sobre todo, de las Administraciones Públicas. En los gráficos I.1 y I.2, se muestra la evolución en la última década de la riqueza financiera y del nivel de los activos y pasivos financieros de estos sectores. Lo más destacable de este período es la mejora de la posición financiera del sector privado [en especial, de las empresas (1)] y la fuerte expansión del endeudamiento público, que ha acabado dominando la trayectoria de la riqueza financiera total.

Las familias presentan el nivel más elevado de activos financieros: más del 60 % de los activos financieros totales está en manos de las familias. Además, se observa que los activos financieros en porcentaje del PIB disminuyen en las fases de auge económico y aumentan en épocas de recesión, por lo que podría interpretarse que las familias utilizan los activos como un colchón financiero que les permite afrontar la mayor restricción monetaria, que suele acompañar las etapas de rápido crecimiento, sin renunciar completamente a la adopción de las decisiones de gasto deseadas. En cambio, en etapas de recesión, las familias tienden a incrementar dicha reserva financiera.

Para las empresas no financieras y las Administraciones Públicas, los activos financieros tienen una importancia mucho menor, puesto que, para el cumplimiento de sus objetivos, la posesión de activos financieros por encima de un nivel de seguridad no resulta rentable. Por lo que respecta al nivel de pasivos financieros por sectores, en la última década se

(1) Como ya se comentó anteriormente, los valores de renta variable no se han tenido en cuenta en el pasivo de las empresas a la hora de calcular la riqueza financiera de este sector ni el total de pasivos financieros. El aumento de dichos valores no solo no supone un deterioro de la posición financiera de las empresas, sino que, por el contrario, traduce una mejora en las posibilidades de expansión de las mismas.

RIQUEZA FINANCIERA NETA (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Activos financieros menos pasivos financieros, excluyendo los valores de renta variable de los pasivos de las empresas.

observa un ligero aumento de los pasivos de las familias en porcentaje del PIB y una disminución más intensa en el caso de las empresas, mientras que la deuda pública no ha dejado de aumentar en la última década y ha provocado que los pasivos totales de estos sectores hayan descrito una trayectoria ascendente. Se observa también que los pasivos financieros de las familias registran una evolución más estable que los activos, al contrario de lo que ocurre en las empresas y en las Administraciones Públicas, donde las principales decisiones de estos agentes se materializan en cambios en su endeudamiento.

Para realizar una primera valoración general del grado de influencia que la política monetaria podría tener sobre la situación financiera de los sectores, se ha calculado la proporción de activos y pasivos financieros remunerados a tipos de mercado, o susceptibles de serlo (2), para cada uno de los sectores (véase gráfico I.3). De acuerdo con estas *ratios*, las familias muestran, por el lado de los activos, la mayor sensibilidad a cambios en la política monetaria. Más del 60 % de sus activos financieros entra en dicha categoría, frente a una participación en torno a un ter-

(2) Véase anejo I para una descripción de estos agregados.

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS



Fuente: Banco de España.

(a) En el caso de las empresas no financieras, no se han incluido los valores de renta variable.

**ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS SUSCEPTIBLES DE SER
REMUNERADOS A TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO (a)**
Participación en el total



Fuente: Banco de España.

(a) En el anejo I se detallan qué activos y pasivos se consideran incluidos dentro de esta definición.

cio en el caso de las empresas y de las Administraciones Públicas. Por el lado de los pasivos, las Administraciones Públicas representan el sector con una mayor proporción de endeudamiento captado a tipos de mercado, que ha pasado, de suponer la cuarta parte del total a comienzos de la década anterior, a significar más del 80 % en 1994. Las familias mantienen una posición intermedia, con algo más del 60 % de sus pasivos constituido por instrumentos susceptibles de devengar tipos de mercado, mientras que las empresas se muestran como los agentes con una mayor capacidad para obtener financiación a un coste más independiente de la instrumentación de la política monetaria (principalmente, a través de la apelación a los recursos propios y al crédito interempresarial).

Las características tan dispares de la situación financiera de estos sectores aconsejan un tratamiento por separado de los mismos, que se realiza en los capítulos III, IV y V. A continuación, sin embargo, el capítulo II trata de ofrecer una panorámica general de la posición del sector privado, con el fin de aprovechar información financiera muy relevante, que no es susceptible de ser desagregada entre familias y empresas.

II

LA POSICIÓN FINANCIERA CONJUNTA DE LAS FAMILIAS Y DE LAS EMPRESAS

El sector privado es el principal suministrador de recursos en la economía española. Sin embargo, la capacidad de financiación de este sector se ha venido mostrando insuficiente para cubrir las necesidades del sector público, por lo que España ha tenido que apelar al ahorro exterior para equilibrar su saldo financiero. El sector privado es, asimismo, el principal agente tomador de pasivos de la economía: en 1994, los pasivos financieros del sector privado representaban dos terceras partes del total de pasivos de los sectores residentes no financieros, si bien en la última década el nivel de pasivos del conjunto de las empresas y las familias ha disminuido en porcentaje del PIB, mientras que los pasivos de las Administraciones Públicas han aumentado a un ritmo intenso. En comparación con otros países, el endeudamiento del sector privado no financiero es inferior en España: el porcentaje de pasivos remunerados alcanzó en 1994 el 89 % del PIB, cifra notablemente más baja que la registrada en la mayor parte de los países europeos, Estados Unidos y Japón [véase Borio (1995)].

Las motivaciones de las familias y de las empresas para ahorrar, consumir e invertir son muy diferentes. También lo es su estructura financiera, los plazos de endeudamiento y colocación de recursos y su sensibilidad a los cambios en las condiciones financieras de la economía. Como se observaba en el gráfico I.1, mientras que la posición financiera neta de las familias ha sido siempre acreedora, la de las empresas ha venido siendo tradicionalmente deudora. Por otro lado, las familias presentan una mayor dependencia de la financiación bancaria y una menor capacidad para apelar a vías alternativas de financiación en comparación con las empresas.

La estructura financiera del sector privado no financiero muestra un *período medio de maduración* más bajo por el lado de los activos financieros que por el de los pasivos. En principio, este hecho tendería a favorecer un efecto renta contrario a la transmisión de la política monetaria,

puesto que los agentes podrían adecuar rápidamente su estructura de inversión a los cambios de la política monetaria, mientras que, por el lado del pasivo, dichos cambios solo afectarían al endeudamiento a corto plazo. Como se observa en el gráfico II.1, mientras que casi la mitad de los activos financieros del sector privado son líquidos, es decir, pueden hacerse efectivos en cualquier momento con unos costes reducidos y conocidos, una buena parte del coste financiero de los pasivos es poco sensible a los cambios en la política monetaria (obligaciones, valores de renta variable, crédito interempresarial y financiación procedente del resto del mundo).

Por lo que respecta al crédito concedido por bancos y cajas de ahorros al sector privado no financiero, la duración media del mismo, medida por plazos remanentes, podría situarse, aproximadamente, en torno a cuatro años (1), y algo por encima, si dicha duración se mide por plazos en origen. Casi la mitad del saldo actual del crédito a empresas y a familias ha sido concedido por un plazo original superior a los cinco años (véase gráfico II.2a), frente a una proporción de solo un tercio a comienzos de 1992 (2). Al mismo tiempo, como se observa en el gráfico II.2b, alrededor de un 40 % de los préstamos concedidos al sector privado tiene, en la actualidad, una vida residual inferior a un año. Por tanto, aunque el plazo medio de los pasivos es superior al de los activos, las condiciones monetarias que se fijen a corto plazo tienen una gran trascendencia para determinar el coste medio del crédito en el futuro próximo y, por tanto, para influir en las decisiones de renovación de dichos préstamos.

La capacidad de la política monetaria para incidir en la renta disponible del sector privado no financiero se ve notablemente reforzada cuando se analiza el porcentaje de operaciones de crédito cuyos costes se revisan periódicamente con el fin de adaptarlos a la situación del mercado. La proporción de *créditos a tipo de interés variable* sobre el total del crédito concedido por las entidades de depósito a familias y a empresas ha venido aumentando a un ritmo muy intenso en la última década, y supone, en la actualidad, más de un tercio del total (véase gráfico II.3). Dado que las referencias de estos créditos son, normalmente, tipos de interés de los mercados monetarios o, al menos, guardan una significativa relación con ellos, su elevada proporción acentúa el protagonismo de los tipos a corto plazo en la determinación de los costes financieros de los agentes, su renta disponible y su disposición a endeudarse.

Los agentes pueden reducir parcialmente sus costes financieros y, por tanto, compensar el tono restrictivo de la política monetaria, aportan-

(1) Para obtener esta duración media, se ha calculado la media simple de los vencimientos medios ponderados declarados por cada entidad (bancos y cajas de ahorros).

(2) El aumento en la proporción de créditos a largo plazo viene explicado, principalmente, por la expansión de los préstamos para la adquisición de vivienda en un periodo, como el transcurrido desde 1992, en el que la demanda de crédito para otras finalidades se estancó e, incluso, se redujo.

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y FAMILIAS

A large gray rectangular area with a thin black border, serving as a placeholder for the graph. In the center of this area is a white rounded rectangle containing the text 'ver gráfico II.1'.

ver gráfico II.1

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO II.2a

**CLASIFICACIÓN POR PLAZOS EN ORIGEN DEL CRÉDITO
CONCEDIDO A EMPRESAS Y FAMILIAS POR BANCOS Y CAJAS (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total del crédito.

GRÁFICO II.2b

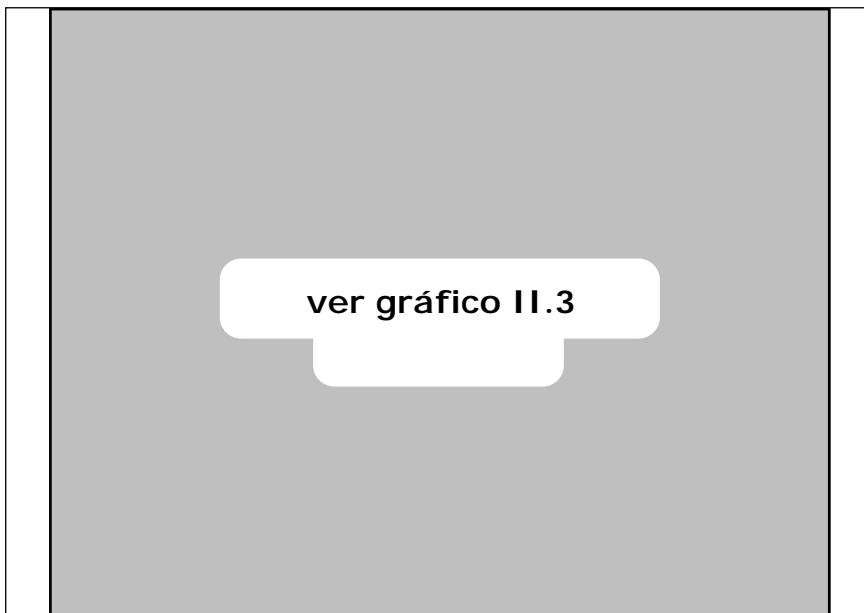
**CLASIFICACIÓN POR PLAZOS REMANENTES DEL CRÉDITO
CONCEDIDO A EMPRESAS Y FAMILIAS POR BANCOS Y CAJAS (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total del crédito.

**CRÉDITO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO
A FAMILIAS Y EMPRESAS A TIPO DE INTERÉS VARIABLE (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total del crédito.

do al sistema bancario un colateral que les permita reducir la prima de riesgo existente. Como se observa en el gráfico II.4, existe un diferencial entre los tipos de interés de los créditos con garantía real y los de los créditos personales —que, en los primeros años noventa, se ha situado en torno a dos puntos, describiendo una trayectoria creciente—, que, teóricamente, podría aprovecharse para contratar, en períodos de restricción monetaria, préstamos a tipos inferiores, mediante la aportación de dichas garantías. Las entidades también están interesadas en ello, puesto que, por un lado, los créditos con garantía real presentan una menor morosidad y, por otro, existe un activo movilizable en caso de impago.

La proporción de *crédito concedido con garantía real* ha aumentado intensamente en la última década, hasta superar el 40 % del total en 1995 (véase gráfico II.5). Sin embargo, no parece que esta evolución responda a una estrategia voluntaria, por parte de los prestatarios, de reducir los costes financieros mediante la aportación de garantías reales. Más bien, dicha expansión parece la consecuencia tanto del auge de la inversión en vivienda (dos terceras partes del aumento del saldo del crédito con garantía real desde 1990 podrían corresponder, probablemente,

**DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS
DE LOS CRÉDITOS PERSONALES Y CON GARANTÍA REAL (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Calculado como diferencia entre los tipos de interés de los préstamos a tres o más años y los de los créditos hipotecarios. Media de bancos y cajas.

a préstamos para la adquisición de vivienda) como de una política conservadora de concesión de crédito por parte de las entidades bancarias, que, para otorgar un préstamo con un determinado nivel de riesgo, no elevarían los tipos de interés, sino que exigirían al prestatario una garantía real (3). Pese a ello, se produjo un brusco empeoramiento de la cifras de *morosidad* en la recesión de los años 1992 y 1993 (gráfico II.6), sesgado al alza por la crisis de Banesto, si bien cabe suponer que los efectos de dicha morosidad sobre los balances de las entidades fueron menores que los que se habrían registrado si una buena parte del crédito concedido no hubiera estado cubierto por una garantía real (4). La parti-

(3) En este sentido, el notable aumento de los créditos con garantía real en los últimos años podría ser interpretado como un indicador del mayor *racionamiento* registrado en la concesión de financiación bancaria, que, probablemente, habrá conducido a que los agentes sin bienes suficientes para aportar como garantía hayan sufrido una significativa restricción financiera [véase Fuentes (1995)].

(4) Como señalan Chuliá y Fuentes (1993), los créditos con garantía real suficiente no tienen que efectuar dotaciones hasta que transcurran tres años de su clasificación como morosos, mientras que en los créditos normales se empezaría a dotar a partir de los seis meses.

GRÁFICO II.5

**CRÉDITO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO
A FAMILIAS Y EMPRESAS CON GARANTÍA REAL (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total del crédito.

GRÁFICO II.6

**CRÉDITO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO
A FAMILIAS Y EMPRESAS CLASIFICADAS COMO MOROSAS (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje sobre el total del crédito.

cipación de los préstamos a familias y a empresas con garantía real en el total de crédito bancario es similar a la que se registra en los principales países europeos; solo en los países anglosajones dicha participación resulta más elevada (en torno al 60 %) [véase Borio (1995)].

Dadas las numerosas diferencias entre la posición financiera de las familias y de las empresas, resulta difícil evaluar la relación entre dicha posición y la transmisión de la política monetaria con la evidencia aportada hasta ahora. Para ello, en los próximos capítulos se realiza un tratamiento desagregado de dichos sectores.

III

LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS

Las familias representan el principal agente económico: sus decisiones de gasto (consumo e inversión en vivienda) suponen dos terceras partes del PIB y proporcionan la principal fuente de ahorro que financia el endeudamiento de las empresas y de las Administraciones Públicas. El comportamiento de las familias contribuye, asimismo, a suavizar las oscilaciones cíclicas de la economía, puesto que, en líneas generales, las decisiones de gasto de las familias son menos sensibles que las de las empresas a cambios en la situación económica coyuntural. En la medida en que estas decisiones respondan más a factores estructurales, como la consideración de un flujo de renta permanente, la capacidad de la política monetaria para influir en las mismas podría verse relativamente mermada.

Sin embargo, existen algunos factores que tienden a preservar esta capacidad: en primer lugar, la aparición de perturbaciones de distinta naturaleza, como la existencia de restricciones de liquidez, pueden introducir interferencias en la relación entre las decisiones de gasto y la renta permanente. En segundo lugar, los agentes pueden tener dificultades para evaluar su renta permanente, por lo que aproximarían esta en función de la evolución reciente de la renta disponible, de acuerdo con un modelo de expectativas adaptativas. Por último, puede suponerse que las políticas de demanda tienen cierto poder para afectar a las expectativas a medio plazo de dichos agentes, con lo que estarían modificando el nivel esperado de renta permanente y, por tanto, influirían en el comportamiento a corto plazo de las economías domésticas. En todos estos casos, por tanto, existiría un margen para que la política monetaria afectara a las decisiones de gasto de las familias [véase Mauskopf (1990)].

En concreto, la existencia de *restricciones financieras* para el endeudamiento de las familias es uno de los canales principales a través de los que la política monetaria incide en las decisiones de gasto de estos agentes. Las familias tienen una *capacidad limitada para acomodar los aumentos en el nivel de los tipos de interés*, puesto que las entidades de crédito

rehúsan conceder financiación a aquellas familias en las que la proporción que representa la cuota de amortización de un préstamo sobrepasa un cierto porcentaje de la renta disponible (o de lo que consideren que es su renta permanente). Esto quiere decir que, para las familias cuya renta disponible está próxima al límite por debajo del cual las entidades no consideran conveniente conceder un préstamo, un aumento de los tipos de interés supondrá rebasar dicho límite, con lo que no podrán obtener financiación ni expandir su gasto, y la política monetaria habrá sido efectiva en su objetivo de moderar el gasto (1). En estas circunstancias, solo la aportación de garantías, reales o financieras, puede permitir la apelación a los préstamos bancarios para las familias con un menor nivel de renta. En este sentido, la capacidad de las familias para acomodar una mayor restricción monetaria está, por tanto, en función del nivel de renta y de la riqueza financiera y real acumulada.

Al analizar la posición financiera de las familias, se considera que, en principio, las decisiones de gasto de este sector se limitan al consumo y a la inversión en vivienda, lo que facilita el análisis de la sensibilidad de la demanda de las familias a cambios en las condiciones financieras de la economía (2). Sin embargo, dentro de este sector, se incluyen, asimismo, los *empresarios individuales*, en cuyas decisiones de gasto confluyen elementos del comportamiento de las familias con otros más próximos a los de las empresas, lo que podría introducir un elemento de distorsión en el análisis (3).

El hecho más destacable de la posición financiera de las familias es su tradicional *riqueza financiera neta positiva*, que, en la última década, ha oscilado entre el 55 % y el 70 % del PIB (véase gráfico III.1). La variación de la riqueza financiera viene explicada, en su mayor parte, por la evolución de los activos financieros, de forma que las decisiones de gasto y ahorro de las familias parecen manifestarse más en una reducción y

(1) Wilcox (1989) señala que lo relevante a efectos de definir esta restricción financiera es el nivel de los tipos de interés nominales, puesto que su aumento conduce a un incremento de la cuota de amortización del préstamo, con independencia de que dicho aumento se haya debido a las mayores expectativas de inflación y no haga variar el tipo de interés real. La razón es que dichas expectativas de inflación aumentan la carga financiera nominal del préstamo, pero no se ven reflejadas, de forma instantánea, en la renta disponible del prestatario.

(2) Para revisar los principales determinantes financieros del consumo privado en España, véase Peñalosa (1994).

(3) La importancia relativa de estos empresarios dentro del conjunto de las familias es difícil de valorar. El número de contribuyentes que presentan declaración de la renta mediante el sistema de estimación objetiva por módulos, que recoge a la mayor parte de los que se consideran empresarios individuales, se eleva a 1.800.000, lo que supone en torno al 15 % del total de declarantes. En relación con el sector de empresas, se podría valorar el peso relativo de los empresarios individuales calculando la *ratio* del crédito interempresarial de los mismos frente al crédito interempresarial total: de esta forma, se obtiene que en 1994 la participación de los empresarios individuales en el crédito interempresarial total era del 18 % (23 % en 1985).

POSICIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS



Fuente: Banco de España.

aumento, respectivamente, de los activos financieros que en oscilaciones de signo contrario en el endeudamiento, que se muestra mucho más estable en porcentaje del PIB. Esto podría apuntar tanto hacia una cierta reticencia de las familias a endeudarse a un ritmo superior al de sus expectativas de renta, aproximadas por la evolución del PIB, como hacia una actitud prudente de las entidades de crédito en la concesión de financiación a las familias, con el fin de evitar un aumento de los riesgos crediticios asumidos.

Por instrumentos, y por el lado de los activos financieros, la partida más importante son los activos líquidos, que representan más de la mitad del total, aunque en los últimos años su participación ha disminuido como consecuencia del auge de los fondos de inversión y de las operaciones de seguro (4) (gráfico III.2). Por el lado del pasivo, los préstamos concedidos por el sistema crediticio, que suponen, asimismo, más del 50 % del total de pasivos, han aumentado su importancia relativa en la última década, mientras que la financiación interempresarial se ha reducido en términos relativos, lo que puede ser consecuencia, hasta cierto punto, del menor peso de los empresarios individuales dentro del conjunto de las familias.

La posición neta acreedora de las familias es el principal factor que determina que los ingresos financieros procedentes de la posesión de activos financieros (casi un 7 % del PIB en 1994) superen a los gastos financieros derivados del endeudamiento del sector (3 % del PIB). Sin embargo, pese a lo abultado de dicha posición acreedora neta, que representa el 70 % del PIB, los ingresos financieros netos recibidos por las familias, que han permanecido estables en torno al 4 % del PIB (véase gráfico III.3), representan una escasa aportación a la renta disponible de las familias (en torno al 5 % de media).

Este hecho responde, más que a un nivel muy alto de los tipos de los pasivos financieros, al relativamente bajo nivel de remuneración de los activos. El reducido nivel de los tipos implícitos de los activos y pasivos financieros en comparación con los tipos de interés de mercado se debe a los numerosos instrumentos que devengan una rentabilidad nula, muy pequeña o de difícil estimación (gráfico III.3). Por el lado de los activos financieros, los ejemplos más claros serían el efectivo en manos del público y los depósitos a la vista o de ahorro sin remuneración. Por el lado de los pasivos, la financiación procedente de empresas comporta unos costes sobre los que no se tiene información precisa y, por tanto, no se contabilizan al calcular los gastos financieros. Por último, tanto en el caso de los activos como de los pasivos financieros, existe una partida de «otros»

(4) Aunque una buena parte de las participaciones en fondos de inversión está materializada en activos líquidos (letras del Tesoro y cesiones temporales de activos), y como tal está computada en ALP, en esta clasificación se ha preferido separar estas participaciones, con el fin de analizar más detalladamente su evolución y sus características peculiares.

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS



Fuente: Banco de España.

INGRESOS Y GASTOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS



Fuente: Banco de España.

que recoge diversos ajustes y cuentas transitorias, de modo que, aun formando parte de la posición financiera de las familias, resulta difícil calcular su remuneración real, si existe. Como se observa en el gráfico III.3, el tipo de interés implícito en los activos financieros de las familias, aunque ha llegado a situarse en 1994 por encima del coste implícito del endeudamiento, se encuentra por debajo del 5,5 %, lo que supone un tipo de interés real ligeramente positivo (o, incluso, negativo, si se consideran los impuestos asociados a dichas rentas).

En la parte inferior del gráfico III.3, se muestra el tipo de interés de los activos y pasivos de las familias que son susceptibles de remunerarse a tipos de mercado (en el anejo I, se explica cómo se han construido estos agregados). El proceso de desregulación registrado a partir de la década de los ochenta, la mayor competencia bancaria, el aumento de las alternativas de inversión y la mayor información y transparencia de los mercados financieros han contribuido a que el diferencial entre los tipos de los activos y pasivos remunerados se haya reducido en los últimos años.

En términos netos, en 1994, las familias poseían una posición acreedora neta susceptible de ser remunerada a tipos de mercado equivalente al 45 % del PIB, lo que representa una situación intermedia entre los países con una elevada tasa de ahorro privado, como Italia y Bélgica, en los que dicha posición neta rebasa el 100 % del PIB, y los que presentan un significativo endeudamiento de las familias, como el Reino Unido, Suecia y Dinamarca, en los que la posición financiera neta remunerada es deudora.

La existencia de una elevada posición acreedora neta en las familias permitiría esperar que los cambios en el nivel de los tipos de interés condujera a variaciones del mismo signo de la renta disponible de las familias, originando un *efecto renta* que podría compensar, parcialmente, el impacto de los cambios en la política monetaria sobre las decisiones de gasto de dichos agentes. En el caso extremo en el que las variaciones en el tipo de intervención del Banco de España se transmitieran completamente a los tipos de interés de los activos y pasivos financieros susceptibles de ser remunerados de las familias, un aumento de un punto en dicho tipo de intervención produciría un incremento de los ingresos financieros netos equivalente a un 0,45 % del PIB (0,6 % de la renta disponible de las familias), resultado de un aumento de los ingresos y de los gastos financieros del 0,8 % del PIB y 0,35 %, respectivamente. Sin embargo, diversos factores sugieren que, en realidad, la influencia de la política monetaria en las decisiones de gasto de las familias a través de este efecto renta es menor de lo que muestran estas cifras:

En primer lugar, la traslación de los movimientos en el tipo de intervención del Banco de España a los tipos de interés de los activos y pasivos financieros no es completa, porque la política monetaria no es el único

factor que determina dicha remuneración y porque existen instrumentos financieros contratados en el pasado con un tipo de interés fijo que no se ven afectados por los cambios en la política monetaria. Dado que los activos financieros de las familias son muy superiores a los pasivos, el hecho de que la traslación de los tipos no sea completa afecta relativamente más al nivel de los ingresos que al de los gastos financieros.

En segundo lugar, la traslación de los tipos a corto *a las operaciones nuevas* es, además, más intensa en el caso de los pasivos que en el de los activos, lo que reduce la magnitud del efecto renta. De acuerdo con las estimaciones de Sáez (1995), la respuesta de un tipo sintético del crédito bancario a un aumento de un punto en los tipos a corto plazo (interbancario a tres meses) podría ser casi perfecta, mientras que en el caso de los depósitos bancarios la respuesta sería solo de 0,6 puntos (5).

Por último, dado que cabe esperar que exista una distribución asimétrica de los ingresos y gastos financieros de las familias por niveles de renta, el efecto final de la política monetaria sobre las decisiones de gasto en este sector podría no ser el mismo que se deduce de la variación de los ingresos financieros netos para el conjunto de las familias. Por un lado, si las familias que obtienen mayores ingresos financieros netos correspondieran a las de mayor nivel de renta, que son las que presentan una menor propensión marginal a consumir y menores restricciones financieras para el consumo, los cambios de su renta disponible producidos por las variaciones de los tipos de interés afectarían más al ahorro que al consumo de estas familias. Por el contrario, las familias con un menor nivel de renta registrarían, probablemente, gastos financieros netos y restricciones de liquidez, por lo que los cambios en el tipo de intervención del Banco de España afectarían a su renta disponible y a su consumo en la dirección deseada por la política monetaria.

En comparación con las empresas, las familias tienen una parte mayor de sus inversiones financieras colocadas en activos líquidos, mientras que el plazo de sus pasivos financieros es superior. Como se observa en el gráfico III.2, el 55 % de los activos financieros de las familias son líquidos (casi el 70 %, si se consideran líquidas las participaciones en los fondos de inversión), frente a menos del 30 % en las empresas. Por su parte, la financiación principal que reciben las familias corresponde a los créditos hipotecarios, que normalmente se contratan para un período largo (de 10 a 20 años). Estas características sugieren que la política monetaria tiene un impacto menor sobre las familias que sobre las empresas: por un lado, los ingresos financieros se adaptarían con rapidez a la situación de los tipos de interés, con lo que se produciría un efecto renta de signo contrario al que desearía la política monetaria, y, por otro lado, los costes financieros del endeudamiento vendrían determinados, en principio, por la pauta de financiación a medio y largo plazo [véase Escrivá y Haldane (1994)].

(5) En el anejo II, al final del trabajo, se realiza una estimación tentativa de la magnitud de este efecto renta, teniendo en cuenta el menor impacto de la política monetaria sobre los tipos de interés de los activos de las familias.

**CORRELACIÓN ENTRE LAS VARIACIONES DEL TIPO DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LOS TIPOS DE REFERENCIA
DEL MERCADO HIPOTECARIO
(enero 1991-junio 1995)**

<i>MIBOR a un año</i>	<i>Indicador CECA</i>	<i>Índice de préstamos hipotecarios (bancos)</i>	<i>Índice de préstamos hipotecarios (cajas)</i>	<i>Índice deuda pública</i>
0,73	0,51	0,53	0,42	0,59

Estas consideraciones han de ser, sin embargo, matizadas por la notable expansión de los *préstamos a tipo variable*, especialmente hipotecarios, que supone que una buena parte de esa financiación a largo plazo devenga un tipo de interés que se actualiza periódicamente (por lo general, anualmente). El tipo de interés de referencia al que se actualizan estos préstamos tiene gran importancia para valorar hasta qué punto dicha actualización aproxima el coste de un crédito de largo plazo a los tipos de interés que se negocian en los mercados monetarios. El Banco de España recomendó en 1993 a las entidades que fijaran sus créditos hipotecarios a tipo variable atendiendo a algunas referencias concretas: alguna media de los tipos activos de las entidades, tipos de la deuda pública o tipos interbancarios a un año [véase Banco de España (1993)] (6).

Aunque tradicionalmente las referencias utilizadas en los préstamos hipotecarios eran relativamente rígidas ante los cambios en el nivel de los tipos de interés a corto plazo, en los últimos años se ha producido un acercamiento entre ambas magnitudes. En la actualidad, la mayor parte de los bancos referencian sus préstamos hipotecarios a tipo variable de acuerdo con el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un año (MIBOR), mientras que las cajas de ahorros utilizan más frecuentemente como referencia el tipo activo de la CECA. Con el fin de evaluar la capacidad de la política monetaria para incidir en la evolución de los costes de los préstamos hipotecarios, se ha analizado la correlación entre las referencias de los créditos hipotecarios a tipo variable y el tipo de intervención del Banco de España (cuadro III.1). Se observa que el tipo de referencia más comúnmente utilizado por los bancos privados —el MIBOR

(6) En concreto, los tipos de referencia recomendados fueron: a) un tipo medio de los créditos hipotecarios nuevos a más de tres años para financiación de vivienda libre; b) un tipo activo de las operaciones de crédito a medio y largo plazo de las cajas de ahorros, según la fórmula definida por la CECA; c) el tipo de rendimiento del mercado secundario de deuda pública anotada, con plazo residual entre dos y seis años, y d) la media mensual del MIBOR a un año.

a un año— es el que presenta una correlación más elevada con el tipo de intervención del Banco de España.

No existen datos sobre la parte de los préstamos hipotecarios concertados a tipo variable sobre el total, aunque parece que esta modalidad se ha hecho habitual en la concesión de créditos en los últimos años, período en el que, además, el saldo de créditos para la adquisición de vivienda ha crecido intensamente. Dado que la financiación hipotecaria constituye dos terceras partes de los préstamos concedidos por las entidades de depósito a las familias y que estas apenas reciben créditos a largo plazo de otro tipo, la proliferación de préstamos a tipo variable supone que las condiciones monetarias que fija el Banco de España influyen cada vez con más intensidad en los costes financieros soportados por las familias.

Sin embargo, el impacto de la política monetaria en los gastos financieros de las familias, a través de su efecto sobre los tipos hipotecarios, no parece ser elevado, puesto que el saldo vivo de préstamos hipotecarios solo supone el 20 % de la renta disponible de las familias. De esta forma, si, por ejemplo, todo el saldo de préstamos hipotecarios (que aquí estimamos que corresponden íntegramente a los que las entidades de depósito clasifican como «financiación a personas físicas para la adquisición de vivienda propia») estuviera contratado a tipo variable y recogiera íntegramente los cambios en los tipos de interés a corto plazo, un aumento de un punto en los tipos de interés a corto plazo daría lugar a unos mayores pagos anuales por intereses de cien mil millones, lo que solo supondría un 0,2 % de la renta disponible de las familias en 1994. No obstante, la renta destinada a la financiación de la vivienda se distribuye muy asimétricamente entre las familias, de forma que es probable que las familias endeudadas mediante un préstamo hipotecario registren variaciones bruscas en su capacidad de consumo y ahorro al variar el nivel de los tipos de interés.

Además, con independencia de la participación de los créditos a tipo variable, se observa que los préstamos hipotecarios y de consumo a tipo fijo reaccionan cada vez más a cambios en el tipo de intervención del Banco de España, y menos a variaciones en otros tipos de medio y largo plazo relevantes, como los rendimientos que se fijan en el mercado de deuda (véanse gráfico III.4 y cuadro III.2). Si las condiciones del crédito no satisfacen al prestatario, puede amortizar el mismo con cargo a un nuevo préstamo, incurriendo en algunos costes que, para el caso de los préstamos hipotecarios, fueron reducidos mediante la Ley de subrogación aprobada en 1994. La posibilidad de cancelar préstamos contratados en condiciones más estrictas contribuye a reforzar la transmisión de la política monetaria cuando esta es laxa, puesto que facilita la aproximación de los costes del endeudamiento a los tipos de interés de los mercados

TIPOS DE INTERÉS



Fuente: Banco de España.

monetarios, sin debilitar dicha transmisión cuando su orientación es restrictiva.

Los cambios en los tipos de interés producen, asimismo, un *efecto riqueza* en las familias, que puede tener repercusiones en el gasto. Si se supone que el tipo de interés afecta a la tasa de descuento a la que se actualizan las rentas y servicios futuros producidos por la riqueza mantenida por las familias en la forma de activos financieros (de renta fija y variable) y reales (vivienda), la reducción de los tipos de interés supondrá un aumento del valor de dicha riqueza a precios de mercado (y viceversa). En la medida en que dicho aumento incentive el gasto familiar, el efecto riqueza discurrirá en el sentido deseado por la política monetaria.

El cambio en el valor de los activos reales, provocado por las variaciones de los tipos de interés, puede conducir a modificar la capacidad de endeudamiento de las familias y a incentivar el gasto de las mismas. Este fenómeno parece producirse en los países en los que es habitual solicitar préstamos con garantía hipotecaria para atender otros fines distintos de la compra de vivienda. Así, en Estados Unidos, el uso frecuente de préstamos con garantía hipotecaria para financiar gastos de consumo

**CORRELACIÓN ENTRE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS
DE LOS CRÉDITOS DE BANCOS Y CAJAS Y DEL TIPO DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LA DEUDA PÚBLICA
(enero 1991-junio 1995)**

	<i>Crédito al consumo</i>	<i>Crédito hipotecario</i>
Tipo de intervención del Banco de España.....	0,70	0,54
Tipo de la deuda pública a más de dos años...	0,18	0,18

u otro tipo de gastos [*home equities* (7)] refuerza la relación entre la capacidad de endeudamiento de las economías domésticas y su demanda de bienes de consumo duradero, por un lado, y, por otro, los cambios en el nivel de los tipos de interés y en el valor de mercado de las viviendas (8).

En el caso español, sin embargo, no existe evidencia de que los cambios en el valor de la vivienda de las familias induzcan modificaciones en las decisiones de gasto de estas. Una disminución de los tipos de interés supone un aumento de la demanda de viviendas, por cuanto se reducen los costes financieros implícitos en su financiación y porque el precio relativo de los activos reales frente a los financieros se abarata. Sin embargo, no parece que esto suponga, en sí mismo, un incentivo para que los propietarios de viviendas aumenten su demanda de bienes de consumo (9).

El impacto de los tipos de interés sobre el valor de mercado de los activos de renta fija y variable es más significativo, si bien la riqueza mantenida por las familias en dichos activos no es elevada (véase anejo II). En 1994, las acciones representaban algo más del 10 % de los activos financieros de las familias, equivalente a un 13 % del PIB y a una tercera parte del total de los recursos propios de las empresas españo-

(7) En Canner y Luckett (1994), puede encontrarse una detallada descripción de la evolución de esta modalidad crediticia en los últimos años en Estados Unidos.

(8) Mauskopf (1990) analiza el efecto riqueza para la economía norteamericana utilizando el modelo trimestral de la Reserva Federal y obtiene que, a través de su impacto sobre el consumo privado, este efecto explica, en media, un 28 % del efecto total sobre el gasto provocado por un cambio en los tipos de interés oficiales, lo que puede deberse, en parte, a la relación apuntada en el texto entre valor de la vivienda, endeudamiento y consumo.

(9) Un cierto aumento del consumo privado podría registrarse en una segunda ronda de efectos cuando, como consecuencia del aumento en la adquisición de viviendas, las familias comiencen a demandar bienes de consumo duradero, que, como analizaron Bover y Estrada (1994), son bienes complementarios a la compra de viviendas. Sin embargo, esta expansión del consumo no sería consecuencia del aumento de la riqueza de las familias, sino del efecto sustitución derivado de la disminución de los tipos de interés.

las. Si se considera un flujo relativamente prolongado de rentas procedentes de dichas acciones, una disminución de un 10 % en el nivel de los tipos de interés y, por tanto, de la tasa de descuento (desde, por ejemplo, el 10 % al 9 %, o desde el 5 % al 4,5 %) supondría, teóricamente, un aumento del 10 % del valor de las acciones de las familias (1,3 % en términos del PIB).

Por su parte, las tenencias de activos de renta fija representaban, en 1994, un 6 % de los activos financieros totales de las familias (equivalentes a un 7 % del PIB), que se mantenían tanto directamente como a través de fondos de inversión. El valor de mercado de esta riqueza está, asimismo, relacionado de forma inversa con el nivel de los tipos de interés: si la renta fija fuera perpetua, la disminución de un 10 % en el nivel de los tipos de interés conduciría a una variación del valor de mercado de las obligaciones del 0,7 % del PIB. Si asumimos que la vida media de las tenencias de renta fija de las familias es equivalente a la vida media del saldo vivo de la deuda a medio y largo plazo del Estado (casi cinco años en diciembre de 1994), una disminución de un punto en el nivel actual de los tipos de interés a medio y largo plazo provocaría un aumento de un 4 % en el valor de la deuda en el mercado (0,3 % del PIB).

El impacto de este aumento de la riqueza en el gasto de las familias es difícil de evaluar: Estrada (1992) estima que la elasticidad a corto plazo de la demanda de consumo ante variaciones en la riqueza se encuentra en torno a 0,5 (1 en el caso de los bienes duraderos), aunque este efecto desaparece a largo plazo. Sin embargo, dado que las familias con un mayor nivel de renta y menores restricciones de liquidez son las que poseen un mayor porcentaje de esta riqueza, el efecto final sobre el gasto podría ser menor de lo que sugiere dicha estimación.

Aunque los cambios en los tipos de interés influyen, en cierta medida, en el valor de mercado de la riqueza financiera de las familias, existe una elevada incertidumbre sobre el modo en que dichos cambios afectan a las decisiones de gasto de estos agentes. En todo caso, este efecto riqueza tiende a favorecer la transmisión de la política monetaria. Además, cabe esperar que la participación de los activos financieros de las familias que se mantienen en forma de acciones y renta fija siga aumentando en el futuro, como consecuencia de la mayor estabilidad nominal de la economía, que incentiva la demanda de activos financieros a largo plazo, y de la búsqueda de una mayor diversificación en la colocación de los recursos financieros de las familias, hoy muy concentrada en activos líquidos, por lo que la magnitud de este efecto riqueza podría ampliarse en el futuro.

El *grado de intermediación* de los activos y pasivos financieros de las familias no ha sufrido grandes cambios en los últimos años. Por el lado de los activos, lo más destacable ha sido el auge de los fondos de inversión a principios de los años noventa, que ha supuesto un cierto debilita-

miento de la tendencia anterior de crecimiento de los depósitos bancarios y de las cesiones temporales de activos (véase gráfico III.2). En la medida en que estos fondos tienen sus recursos mayoritariamente invertidos en activos a corto plazo (10), el efecto renta, contrario a la transmisión de la política monetaria, que antes se mencionó, puede verse reforzado. Sin embargo, el hecho de que estos fondos disfruten de importantes ventajas fiscales cuando son mantenidos por un período relativamente largo supone que los partícipes deben asumir un coste fiscal para su liquidación, y, por tanto, sugiere que la revalorización que van acumulando podría ser considerada más como un aumento de la riqueza financiera de las familias que como un aumento de la renta disponible (11).

Las inversiones en planes de pensiones y de jubilación han registrado, asimismo, una notable expansión en los últimos años, que es previsible que continúe y que ha suavizado la sensibilidad de los ingresos financieros y el gasto de las familias a cambios en los tipos de interés. En efecto: por un lado, dado que el objetivo de esos planes es alcanzar una rentabilidad adecuada en un horizonte lejano, los valores en los que se invierte son principalmente activos de medio y largo plazo, menos sometidos a los cambios de la política monetaria, y, por otro lado, la liquidación de las participaciones en estos planes está sometida a restricciones, por lo que las variaciones en el valor de dichos activos afectan en menor medida a las decisiones de gasto de los inversores en el corto plazo.

Por el lado del pasivo, las *alternativas de financiación* de las familias al crédito bancario en pesetas son escasas. Aunque existen algunos préstamos en moneda extranjera concedidos a familias, el saldo es muy pequeño y, de hecho, en las *Cuentas financieras de la economía española*, que elabora el Banco de España, se supone que toda la financiación recibida por las familias está denominada en pesetas. Por otro lado, no es posible discernir hasta qué punto el crédito recibido de las empresas, que representaba, en 1994, el 30 % de los pasivos financieros de las familias, corresponde a los empresarios individuales. Esta partida ha perdido importancia relativa en la última década (en 1985, representaba un 40 % del total de pasivos), en parte como consecuencia de las mayores facilidades de acceso al crédito bancario y la mayor flexibilidad del mismo (créditos bancarios instantáneos, posibilidad de contratar a tipos de interés variables y plazos flexibles, difusión de tarjetas de crédito, etc.). Además, la apelación al crédito de las empresas solo resulta posible para financiar algunas adquisiciones de bienes de consumo, normalmente de importe no muy elevado, y para retrasar durante un corto

(10) Las letras del Tesoro y las cesiones temporales de valores representan en torno al 75 % del patrimonio total de los fondos de inversión.

(11) De hecho, algunas entidades ofrecen la posibilidad de solicitar un préstamo bancario con la garantía de un fondo de inversión, con lo que se evita la pérdida de las ventajas fiscales de las que disfruta el fondo.

**RATIOS DE MOROSIDAD EN LOS CRÉDITOS A FAMILIAS
Y PRIMAS DE RIESGO**



Fuente: Banco de España.

período la obligación de pago de algunas compras (realizadas, por ejemplo, con las tarjetas de compra emitidas por grandes superficies). Por el contrario, el recurso al crédito bancario es necesario para la mayor parte de las decisiones de gasto que precisan de financiación ajena y, en especial, para la decisión que comporta un endeudamiento superior de las familias, que es la compra de una vivienda. De esta forma, *las familias tienen una escasa flexibilidad para obtener financiación por vías que escapen a la influencia de la política monetaria.*

El tipo de interés de los préstamos bancarios incluye una *prima de riesgo* que está en función de la probabilidad de que el crédito resulte fallido y, por tanto, depende de la situación financiera de las familias y del momento cíclico que atraviese la economía. Si esta prima varía con amplitud de acuerdo con dichos parámetros, podría distorsionar la orientación de la política monetaria, puesto que los cambios en la prima de riesgo tienden a compensar el probable signo anticíclico de la actuación del banco central (la prima aumenta en períodos de recesión y disminuye en los de auge).

En el gráfico III.5, se muestra una medida de la prima de riesgo de los créditos a las familias, calculada como el diferencial de tipos de inte-

RESUMEN DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS

1. Riqueza financiera neta positiva y elevada	70 % del PIB en 1994	—
Ingresos financieros netos positivos	En torno al 4 % del PIB (5% de la renta disponible)	
En torno al 60 % de los activos y pasivos financieros son susceptibles de ser remunerados a tipos de mercado	Cautela: distribución asimétrica de ingresos y gastos financieros	
2. Activos bastante líquidos	ALP + fondos de inversión representan el 70 % del total	—
Pasivos a medio y largo plazo	2/3 del crédito bancario a familias son préstamos hipotecarios	
3. Expansión de los préstamos a tipo variable	Más de 1/3 del crédito a empresas y familias es a tipo variable (10 % hace diez años) Diversidad de tipos de referencia	++
4. La riqueza financiera en forma de renta fija y acciones (sensibles ante variaciones en los tipos de interés) es reducida	Dichos instrumentos solo representan un 16 % del total de activos financieros	+
5. Protagonismo del crédito bancario	Más del 50 % de los pasivos totales	++
6. Escasas alternativas de financiación	Dudas sobre la magnitud y flexibilidad del crédito interempresarial	++
7. Capacidad limitada para acomodar aumentos en los tipos de interés	Importantes restricciones financieras en función de la renta disponible y la riqueza	++
8. La capacidad de acceso al crédito depende de la situación cíclica	Relación directa entre morosidad y tipos de interés del crédito Racionamiento crediticio	—

NOTA: Los signos de la última columna tratan de evaluar en qué medida las distintas características de la posición financiera favorecen moderada (+) o notablemente (++) la transmisión de la política monetaria o la perjudican en mayor (—) o menor (–) medida.

rés entre los préstamos bancarios y algún activo público (sin riesgo de impago), distinguiendo entre préstamos al consumo e hipotecarios, y se compara con la trayectoria de las *ratios* de morosidad correspondientes. Se observa una cierta relación entre la evolución del diferencial de tipos de interés entre activos con riesgo de crédito y activos seguros y las *ratios* de morosidad, que podría apuntar a que la situación cíclica desempeña un cierto papel en la determinación de los tipos de interés del crédito a las familias, lo que podría debilitar la transmisión de los impulsos monetarios desde los tipos a corto plazo hasta los mercados crediticios. Sin embargo, el diferencial de tipos de interés analizado no traduce perfectamente la prima de riesgo: por un lado, numerosos factores, distintos de la morosidad, influyen en el comportamiento de los tipos de interés bancarios; por otro, la prima de riesgo se manifiesta, en ocasiones, en la denegación de los préstamos por parte de las entidades y no en cambios en el nivel de los tipos de interés. En todo caso, la incertidumbre sobre la estabilidad del empleo y la elevada rotación en el mercado de trabajo son factores que introducen un componente de prudencia en la evaluación de los riesgos por parte de las entidades, lo que tendería a compensar la posible trayectoria de los tipos de interés del crédito a la baja (al alza) en la fase de auge (expansión).

Por último, en el cuadro III.3, se resumen las principales características de la posición financiera de las familias y su relación con la transmisión de la política monetaria.

IV

LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

La mayor parte de la producción y el empleo de la economía se concentra en las empresas no financieras, por lo que resulta importante discutir hasta qué punto una política monetaria restrictiva desearía incidir en la evolución de las condiciones financieras que limitan la actividad empresarial. Por un lado, las empresas representan la oferta de bienes y servicios de la economía, de forma que, cuanto más amplia y flexible sea dicha oferta, menores tensiones inflacionistas se registrarán en la economía. Según esta idea, una política monetaria tendente a reducir la inflación debería tratar de incidir lo menos posible en las decisiones de gasto de las empresas. Por otro lado, las empresas toman numerosas decisiones que tienen un peso muy significativo en la determinación del equilibrio entre producción y precios de la economía. Los acuerdos salariales firmados con los trabajadores, la demanda de bienes intermedios y de capital, la política de fijación de márgenes y precios son decisiones que se toman en el ámbito de este sector y que tienen un efecto significativo sobre la evolución de la inflación. Por ello, la política monetaria también está interesada en que dichas decisiones sean compatibles con la estabilidad de precios.

La política monetaria afecta a las empresas, principalmente, a través de la variación del *coste del capital*, que es una medida de la rentabilidad necesaria para cubrir los costes financieros, fiscales y de depreciación a los que se enfrenta la empresa. Al variar los tipos de interés, se modifican los costes del endeudamiento existente y los incentivos a tomar nuevos pasivos, al tiempo que cambian las posibilidades de acudir a la emisión de acciones para expandir los recursos propios. En consecuencia, variará también la demanda relativa de capital: si el coste del capital aumenta como consecuencia de tipos de interés más altos, algunos planes de inversión con una rentabilidad próxima a la de dicho coste no se llevarán a cabo, mientras que otras empresas tratarán de preservar su rentabilidad, disciplinando, en la medida de lo posible, sus costes internos. De

**RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS
DE LAS EMPRESAS DE LA CENTRAL DE BALANCES
Y DE UNA INVERSIÓN FINANCIERA ALTERNATIVA**



Fuente: Banco de España.

(a) Tasa de variación.

esta manera, el aumento de los tipos de interés tiende a deprimir, a corto plazo, la actividad económica (tanto por la vía de la demanda como de la oferta) y las tensiones inflacionistas.

El aumento de los tipos de interés supone, asimismo, un abaratamiento del precio relativo de los activos financieros frente a los activos reales, que tendería a deprimir la inversión y a aumentar el ahorro. En el gráfico IV.1, se observa que, en líneas generales, el diferencial entre la rentabilidad de los recursos propios de las empresas, después de impuestos, y el tipo de interés de un activo financiero alternativo, como las letras del Tesoro, guarda una cierta relación con la inversión en capital fijo de las empresas.

La política monetaria influye también en las empresas de un modo más directo, al afectar a las *expectativas* que tienen estos agentes sobre la evolución futura de la actividad económica y sobre la inflación. Una política monetaria rigurosa, orientada a reducir las presiones de demanda de la economía, puede incidir rápidamente en las decisiones de las empresas

sobre su estrategia de expansión más adecuada, la remuneración de los factores productivos y la fijación de precios. En este sentido, no resulta imprescindible que varíen los costes financieros que soportan las empresas para que los cambios en la política monetaria afecten a sus decisiones.

Desde un punto de vista teórico, Modigliani y Miller (1958) han sostenido que, en ciertas condiciones, el valor de la empresa es independiente de su posición financiera: según estos autores, en un contexto de mercados de capitales y de crédito perfectos, la proporción de financiación ajena y propia en el pasivo de las empresas resulta indiferente a efectos de analizar la evolución de las empresas. En este caso, la capacidad de la política monetaria para influir en las decisiones de las empresas mediante la modificación de sus costes de financiación se vería notablemente mermada. En la práctica, sin embargo, los mercados donde las empresas obtienen financiación distan bastante de registrar las condiciones teóricas que permiten sustentar dicho supuesto. Las imperfecciones de estos mercados son numerosas: distorsiones de tipo fiscal, existencia de información asimétrica, que conduce a que se incurra en diversos costes para discriminar clientes y en el racionamiento crediticio por vías distintas del precio, etc. En consecuencia, numerosas empresas dependen del crédito para financiar sus decisiones de gasto, por lo que el tipo de interés de dicho crédito es, en general, el coste marginal relevante que las empresas deben tener en cuenta para diseñar su estrategia de expansión [véase Friedman (1989)].

En el balance financiero empresarial, que se presenta en el gráfico IV.2, la partida más significativa por el lado de los activos es la financiación a clientes (o crédito interempresarial), que representa casi la mitad del total de activos y que devenga un interés desconocido, aunque existen indicios para pensar que es relativamente menos dependiente de los cambios en las condiciones financieras generales de la economía que otras fuentes de financiación, por lo que es difícil hablar de transmisión de los impulsos monetarios hacia los costes de dicha financiación. Los activos líquidos de las empresas no alcanzan el 30 % de los activos financieros, y el mismo porcentaje suponen los activos financieros que están remunerados a tipos de mercado (frente a un porcentaje del 50 % y del 60 %, respectivamente, en el caso de las familias). Por el lado del pasivo, las tres fuentes principales de financiación de las empresas son, por este orden, el crédito bancario, la autofinanciación y el crédito interempresarial. La emisión de pagarés de empresa y de obligaciones y la toma de créditos en el exterior no tienen en el conjunto de las empresas una participación significativa. La diferencia entre los activos y los pasivos financieros remunerados de las empresas españolas arrojaba, en 1994, una posición deudora del 30 % del PIB, que es inferior a la que muestra la mayoría de países europeos.

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS



Fuente: Banco de España.

La influencia de la política monetaria en las decisiones de gasto de las empresas se ve reforzada por la posición neta deudora de estos agentes (véase gráfico IV.3) (1), que, junto con el nivel más elevado de los tipos de interés de los pasivos financieros en comparación con los activos financieros, genera un *efecto renta*, que reduce la renta disponible de las empresas cuando los tipos de interés aumentan. Los gastos financieros netos de las empresas se elevaron a más del 5 % del PIB en 1994, que representaba la mitad de la renta disponible del sector.

La remuneración media de los pasivos totales fue, en 1994, del 7 %, mientras que los activos solo devengaron el 2 % de rendimiento medio, lo que determina un coste neto de cinco puntos: dos puntos por debajo del que se registraba en 1985. Esta reducción relativa en el coste del endeudamiento neto de las empresas no viene explicada por los cambios en los tipos de interés de los activos y pasivos negociados a tipos de mercado, que han mantenido un diferencial en torno a seis puntos (véase la parte inferior del gráfico IV.4), sino por la mayor apelación a otras fuentes de financiación sin coste o remuneradas a tipos por debajo de mercado, como la autofinanciación o el crédito interempresarial. El efecto renta favorable para la política monetaria ha disminuido en la última década, como consecuencia de la apreciable reducción de la posición deudora de las empresas: el efecto de los cambios en los tipos de interés sobre los pasivos de las empresas ha sido parcialmente compensado por la disminución del volumen de los mismos.

En el caso extremo contemplado en el apartado anterior, en el que las variaciones del tipo de intervención del Banco de España se transmitieran íntegramente a los tipos de los activos y pasivos financieros de las familias susceptibles de remuneración, un aumento de un punto de dicho tipo aumentaría los gastos financieros netos de las empresas un 0,3 % del PIB, lo que equivale a un 3 % de su renta disponible (véase anejo II).

El relativamente reducido *plazo* al que se negocia una buena parte de los pasivos financieros de las empresas favorece la transmisión de la política monetaria. Por una parte, la emisión de valores a largo plazo es muy escasa, como consecuencia del reducido tamaño del mercado de capitales español: el saldo vivo de obligaciones de las empresas solo representaba el 3 % del total de los pasivos del sector en 1994. Por otro lado,

(1) Como ya se comentó anteriormente, dado que los valores de renta variable que figuran en el pasivo de las empresas son, en realidad, la materialización de la propiedad de las mismas, y no una deuda que deba remunerarse y redimirse de acuerdo con un calendario prefijado, dichos valores no han sido tenidos en cuenta en el lado del pasivo a la hora de calcular la riqueza financiera del sector.

POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

A large rectangular area with a light gray background, intended for Graph IV.3. In the center of this area is a white rounded rectangle containing the text 'ver gráfico IV.3'.

ver gráfico IV.3

Fuente: Banco de España.

INGRESOS Y GASTOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS



Fuente: Banco de España.

aunque no se dispone de información detallada sobre los plazos de las operaciones del sistema bancario con las empresas no financieras, la financiación bancaria a empresas debe negociarse, por término medio, a un plazo notablemente inferior al plazo medio que se calculaba para el crédito total al sector privado (cuatro años), puesto que el endeudamiento de las familias (constituido, en su mayoría, por créditos hipotecarios) se contrata a un plazo relativamente elevado.

Los cambios en la política monetaria provocan también un *efecto riqueza* en las empresas no financieras, de magnitud probablemente superior a la que se registraba en el caso de las familias. Una disminución de los tipos de interés produciría un efecto riqueza positivo en las empresas a través de dos vías: en primer lugar, aumenta el valor de las participaciones en otras empresas que pudieran figurar en el activo, mientras que la revalorización de las propias acciones, aunque contablemente supone un incremento de los pasivos financieros, constituye un signo positivo sobre las posibilidades de expansión de la empresa y afecta al modo en que haga frente a sus decisiones de inversión, determinación de costes, márgenes y precios. Este efecto riqueza fortalece, por tanto, la transmisión de la política monetaria, disciplinando la toma de decisiones en el ámbito empresarial en períodos de restricción monetaria e impulsando la expansión de la actividad en las épocas de relajación.

El impacto de la variación de los tipos de interés sobre la riqueza mantenida en forma de renta fija o inmuebles es menos importante en el caso de las empresas no financieras. En el primer caso, la renta fija en manos de empresas no financieras no es elevada: solo un 2 % de sus activos financieros está invertido en renta fija. En el segundo caso, si bien los cambios en los precios de los inmuebles pueden afectar a las decisiones de localización de las empresas y conducir a la obtención de resultados extraordinarios, estos efectos son complementarios de la actividad principal de las empresas y su influencia en sus decisiones de gasto no resulta, en términos generales, determinante.

El *grado de dependencia de la financiación bancaria y la posibilidad de acomodación* a los cambios en la política monetaria nacional recurriendo a fuentes alternativas de financiación dependen, en gran medida, del *tamaño* de la empresa. Cuanto mayor es la empresa, mayor es su poder negociador frente a las entidades crediticias, nacionales y extranjeras, y frente a otras empresas, por lo que el tamaño es un factor que permite a las empresas aislarse de la influencia de la política monetaria (2). En las

(2) De acuerdo con las estimaciones realizadas por Hernando (1995), las empresas con mayor capacidad para sustituir crédito bancario por otro tipo de recursos presentan, en igualdad de otras condiciones, mayores niveles de inversión.

empresas pequeñas y medianas, en general, la dependencia del crédito bancario es muy alta y su capacidad para sustituir dicha financiación es relativamente limitada. Dado que el tamaño medio de la empresa española es pequeño, e inferior, en todo caso, al de las empresas europeas, podría deducirse que, en líneas generales, la dependencia de la empresa española del crédito bancario es relativamente elevada y, en consecuencia, también lo es la capacidad de la política monetaria para incidir en las decisiones empresariales. En este sentido, se observa que la proporción de financiación bancaria sobre el total de recursos ajenos de las empresas se elevó al 50 % en 1994, mientras que en las empresas de la Central de Balances, con un tamaño medio significativamente superior, dicha *ratio* era solo del 35 %. Asimismo, y de acuerdo con la información disponible, el proceso de desintermediación bancaria se ha concentrado en las empresas de mayor tamaño, puesto que, mientras que el porcentaje de financiación bancaria sobre los recursos ajenos del total de las empresas se ha mantenido en torno al 50 % en la última década, en las pertenecientes a la Central de Balances dicha *ratio* ha registrado una disminución desde el 48 % en 1985 hasta el 35 % en 1994. Esto ha supuesto un acercamiento a las *ratios* que presentan otros países de la Unión Europea, como Francia y Alemania.

La diferente capacidad para sustituir las fuentes de financiación de la empresa y para aportar un colateral suficiente hacen que el tamaño de la empresa sea, asimismo, un factor relevante para explicar el *coste de los recursos ajenos*. La información procedente de la Central de Balances muestra claramente cómo, cuanto menor es el tamaño de la empresa, mayor es el coste de los recursos ajenos (véase gráfico IV.5). El diferencial de costes financieros entre las empresas pequeñas y grandes se situaba en torno a cinco puntos en 1993. Asimismo, se observa una cierta relación entre la evolución de dichos costes y el tipo de intervención del Banco de España. Estrada y Vallés (1995) encuentran también que la prima de riesgo aumenta con el *nivel de endeudamiento* de la empresa; además, dicha relación es más intensa cuanto menor es la antigüedad de la compañía.

Por lo que respecta a las *fuentes alternativas a la financiación bancaria*, si bien no han experimentado un avance significativo en su importancia relativa, no debería minusvalorarse el papel complementario que pueden desempeñar en determinadas fases restrictivas. Cuatro son los canales por los que ha discurrido un cierto proceso de desintermediación: la emisión de pagarés de empresa, el crédito procedente del resto del mundo, el crédito interempresarial y la expansión de los recursos propios. Estas fuentes de financiación representaron, en 1994, el 56 % de los pasivos totales de las empresas no financieras, frente a un 51 % en 1985.

**COSTE FINANCIERO IMPLÍCITO
EN LOS RECURSOS AJENOS REMUNERADOS**



Fuente: Banco de España.

Quizá la alternativa menos relevante sea, en general, la de los *pagarés de empresa*, puesto que estos solo son emitidos por empresas de elevado tamaño y con una suficiente solvencia, lo que les facilitaría, asimismo, el acceso al crédito bancario. La emisión de pagarés puede permitir a las empresas absorber parte del margen de intermediación bancario, reduciendo así el coste del endeudamiento. El saldo de pagarés de empresa registró una importante aceleración a finales de los años ochenta, como consecuencia de las restricciones impuestas al crecimiento del crédito bancario al sector privado. Sin embargo, cuando dichas limitaciones terminaron, el saldo de pagarés de empresa comenzó a contraerse y, en 1994, ya solo representaba el 2 % del total de pasivos financieros de las empresas.

El *crédito en moneda extranjera*, ya sea concedido por una entidad nacional o por un no residente, permite acceder a una fuente de financiación a un coste inferior, en términos de tipo de interés, que no depende, en principio, del modo en que el banco central nacional instrumente la política monetaria. Este tipo de financiación permite, por tanto, que las empresas se aíslen, hasta cierto punto, de las condiciones financieras impuestas en la economía por la política monetaria. Sin embargo, este

**COSTE DEL ENDEUDAMIENTO EN PESETAS
Y MONEDA EXTRANJERA (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Base diciembre de 1979 = 100.

tipo de endeudamiento hace a las empresas más sensibles a la trayectoria del tipo de cambio de la moneda nacional, lo que introduce incertidumbre sobre el coste efectivo final de esta financiación en términos de la moneda nacional y puede llegar a perjudicar el establecimiento de una estrategia a medio y largo plazo de la empresa.

En ocasiones, este tipo de endeudamiento es la respuesta al endurecimiento de la política monetaria nacional y se ve beneficiado por la estabilidad e, incluso, apreciación de la moneda nacional a la que puede dar lugar la mayor restricción monetaria (3). Sin embargo, esta ventaja es, por lo general, transitoria, y no puede servir de base para la estrategia de endeudamiento de las empresas en el medio plazo. En el gráfico IV.6, se muestra la comparación entre la evolución del coste acumulado de un préstamo en moneda nacional frente a uno en moneda extranjera, que tiene en cuenta tanto el menor nivel de los tipos de interés exteriores como las variaciones del tipo de cambio de la peseta (4). Hasta 1988, el

(3) En el anejo III, se analiza el impacto de una depreciación del tipo de cambio de la peseta sobre la renta disponible y la riqueza de los distintos sectores económicos, basándose en sus tenencias de activos y pasivos financieros denominados en moneda extranjera.

(4) En el anejo I, se detalla la construcción de estos costes acumulados.

coste de ambas fuentes de financiación fue similar. Sin embargo, a partir de dicho año, el endeudamiento externo produjo unos costes menores, como consecuencia tanto de los menores tipos de interés como, hasta 1992, de la apreciación del tipo de cambio de la peseta. Esto no obsta para que en algunas ocasiones, dependiendo del momento en que los agentes tomaran un préstamo en divisas, el coste final del endeudamiento en moneda extranjera haya sido mayor. En todo caso, la completa liberalización de los movimientos de capital que tuvo lugar en 1992 no permite esperar que en el futuro se mantenga la misma tendencia hacia un coste sistemáticamente menor del endeudamiento en moneda extranjera en relación con la financiación en moneda nacional.

El crédito procedente del resto del mundo, en su mayor parte denominado en moneda extranjera, experimentó una cierta aceleración en los primeros años noventa y sobrepasó el 5 % de los pasivos totales en 1994. Sin embargo, más recientemente, la mayor inestabilidad cambiaria y, en general, la incertidumbre que rodea los mercados financieros internacionales han hecho que la participación relativa de esta fuente de financiación se estabilizara. Los pasivos de las empresas denominados en moneda extranjera ascendieron al 11,6 % del PIB en 1994, mientras que los activos denominados en moneda extranjera eran el 5 % del PIB. Aunque el porcentaje que representan estos pasivos sobre el total no es muy elevado, los flujos que se han registrado en algunos períodos concretos han sido relevantes: así, entre 1991 y 1993, más de una cuarta parte de los recursos captados por las empresas procedieron de préstamos en moneda extranjera.

El *crédito interempresarial* constituye una posible alternativa financiera a corto plazo a la financiación bancaria. En su origen, es una financiación generalmente transitoria, vinculada a operaciones comerciales y dependiente de la situación financiera de otras empresas, de forma que no todo el sector empresarial puede acudir, al mismo tiempo, a esta fuente de financiación. En circunstancias concretas, sin embargo, este tipo de financiación puede contribuir a aliviar los efectos de la recesión o de las restricciones financieras sobre algún grupo de empresas, al permitirles demorar el pago de sus deudas comerciales.

La *expansión de los recursos propios*, tanto a través de la emisión de acciones como de la constitución de reservas, con cargo a los beneficios generados, representa la vía de obtención de recursos más independiente de la política monetaria y, de hecho, ha sido utilizada por las empresas españolas de forma creciente. El saldo de valores de renta variable de las empresas, suma de capital y reservas, que suponía un 20 % del total de los pasivos financieros del sector en 1985, alcanzó el 28 % en 1994, mientras que en términos del PIB el aumento fue del 22 % en 1985 al

33 % en 1994. Esta fuente de financiación se encuentra, obviamente, limitada por las condiciones financieras y cíclicas de la economía y por la presión de los accionistas para el *reparto de dividendos*. Esta presión no parece resultar, por lo general, muy elevada: como muestra el trabajo de Chuliá (1993), en el que se analiza la política de dividendos entre 1983 y 1991 de las empresas de la Central de Balances que obtuvieron beneficios, solo una tercera parte de las empresas de la muestra considerada pagaba dividendos a sus accionistas. Parece, por tanto, que, en la medida en que la generación de beneficios lo ha permitido, una buena parte de los mismos ha pasado a formar parte de los fondos propios de las empresas, facilitando la financiación de la actividad empresarial y reduciendo los costes de endeudamiento.

La *proporción de recursos propios* en el total de pasivos financieros de las empresas ofrece, asimismo, una idea del grado de influencia de la política monetaria, puesto que, cuanto mayor sea dicha *ratio* o mayor la capacidad de expandirla, mayor será la independencia de las condiciones monetarias y financieras de las que disfrute la empresa. En general, la consideración de los fondos propios como factor limitativo de la política monetaria supone la existencia de un *sesgo expansivo* en los efectos de la misma. En efecto: en períodos de auge, cuando las condiciones monetarias suelen ser estrictas para evitar el deterioro de la inflación, las empresas obtienen mayores beneficios y, por tanto, pueden apelar con mayor frecuencia a los mismos, y no a la financiación ajena. Por el contrario, en períodos de recesión, las empresas dependen, en mayor medida, de la financiación ajena y se muestran más sensibles a las condiciones monetarias, en este contexto, normalmente, más laxas, que fija el banco central.

En el gráfico IV.7, se muestra la importancia relativa de los fondos propios en la estructura financiera de las empresas y se observa que las empresas españolas (en especial, las incluidas en las estadísticas de la Central de Balances), presentan una evolución de los recursos propios coherente con la trayectoria del ciclo económico, lo que sugiere un cierto deterioro de la capacidad de la política monetaria para atajar el aumento del gasto nominal en las fases de auge. Se observa, asimismo, que esta *ratio* es superior en las empresas de la central de Balances, lo que sugiere que en las empresas más grandes, cuya importancia relativa es mayor en dicha muestra, la apelación a la emisión de acciones y a la autofinanciación resulta más relevante. Por último, hay que destacar que, de acuerdo con la información del proyecto BACH, el porcentaje de recursos propios sobre pasivos financieros de las empresas manufactureras españolas es similar al registrado por otros países europeos, tales como Francia, Reino Unido o Bélgica.

**PROPORCIÓN DE FONDOS PROPIOS SOBRE EL TOTAL
DE PASIVOS FINANCIEROS**



Fuente: Banco de España.

Como en el caso de las familias, el impacto de la evolución cíclica de la economía en la situación financiera de las empresas podría conducir a que la *prima de riesgo* implícita en el tipo de interés de los préstamos bancarios se moviera en sentido contrario al deseado por la política monetaria. Sin embargo, en el gráfico IV.8, no se observa una clara relación entre la *ratio* de morosidad de los préstamos concedidos por bancos y cajas de ahorros a las empresas y una medida de la prima de riesgo, como es el diferencial entre el tipo de interés de los créditos entre uno y tres años y las letras del Tesoro, el cual oscila en un intervalo más estrecho de entre dos y cuatro puntos porcentuales. Esto podría sugerir que la calidad crediticia del prestatario afecta más a la disposición de las entidades a conceder financiación que al propio coste de esta, lo que supondría que una buena parte del racionamiento crediticio se produciría por vías distintas de las variaciones en los precios (5).

(5) La consecución de un equilibrio en el mercado crediticio por ajustes en variables distintas del precio se debe a la existencia de información asimétrica entre los participantes de los mercados crediticios, que genera problemas de selección adversa y de riesgo moral (*moral hazard*).

**RATIO DE MOROSIDAD EN LOS CRÉDITOS A EMPRESAS
Y PRIMA DE RIESGO**



Fuente: Banco de España.

Si los tipos de interés del crédito bancario a las empresas reaccionan en mayor medida que los tipos de los mercados monetarios ante los cambios en la política monetaria, esta ejercerá una cierta influencia en las decisiones de las empresas a través del llamado *canal crediticio* [véase Hernando (1995)], que tendería a compensar el efecto procíclico de la consideración de la *ratio* de morosidad. Este canal opera a través de la restricción de oferta de crédito de las entidades, por lo que su impacto es más intenso en aquellos agentes que no puedan sustituir de forma perfecta el crédito bancario por otra fuente de financiación alternativa, lo que ocurre, especialmente, en el caso de las empresas de menor tamaño. La importancia relativa de este canal crediticio en la configuración de las decisiones empresariales no resulta clara, si bien, como argumentan Dale y Haldane (1993), lo más probable es que este canal afecte más a las empresas que acudan por primera vez a obtener financiación que a los prestatarios ya existentes.

RESUMEN DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

1. Riqueza financiera neta negativa, pero mejorando Ingresos financieros netos negativos	–10 % del PIB en 1994 (–30 % diez años antes) En torno al 6 % del PIB (50 % de la renta disponible)	++
2. Activos poco líquidos Pasivos con diversidad de pagos	ALP + fondos de inversión representan el 30 % del total Aunque la financiación bancaria a corto plazo es importante	+
3. Expansión de los préstamos a tipo variable	No existe información desagregada, aunque el aumento de los préstamos hipotecarios a familias solo explicaría la mitad de la expansión de los créditos a tipo variable en los últimos años	+
4. Efecto riqueza sobre el valor de las propias acciones	La evolución del precio de las acciones de las empresas afecta a las posibilidades de expansión de los recursos propios	++
5. Protagonismo del crédito bancario	30 % de los pasivos totales (mayor significación en empresas pequeñas)	+
6. Alternativas de financiación (en función del tamaño de la empresa)	Pagarés de empresa, créditos exteriores, crédito interempresarial, recursos propios	–
7. Cierta capacidad de las empresas para acomodar aumentos en los tipos de interés	Menores restricciones de liquidez que las familias; aunque limitada utilización de instrumentos de cobertura y mercados de valores estrechos	0
8. El acceso al crédito depende de la situación cíclica de la economía y de la potencia del canal crediticio	También muy dependiente del tamaño y del nivel de endeudamiento de partida de la empresa	–

NOTA: Los signos de la última columna tratan de evaluar en qué medida las distintas características de la posición financiera favorecen moderada (+) o notablemente (++) la transmisión de la política monetaria, la perjudican en mayor (—) o menor (–) medida, o resultan neutros (0).

V

LA ACTIVIDAD FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria afecta a las variables financieras de las Administraciones Públicas (en adelante, AAPP) a través de diversos canales. En primer lugar, en la medida en que la política monetaria afecta al ritmo de actividad de la economía, los ingresos y gastos públicos se ven modificados y, por consiguiente, también el déficit público. En segundo lugar, el tipo de intervención del banco central influye en el coste del endeudamiento público, al trasladarse los cambios en los tipos de interés de los mercados monetarios hacia los plazos relevantes para la financiación del déficit. El efecto final de dichos cambios en los gastos financieros de las AAPP dependerá, por un lado, del plazo al que se financie la deuda acumulada y, por otro lado, de las expectativas de los agentes. Cuanto mayor sea la vida media de la deuda existente y cuanto más descontados estén los cambios en la orientación de la política monetaria, menor será el impacto de la modificación de las condiciones monetarias sobre la carga financiera de la deuda. En último extremo, si las AAPP se financiaran exclusivamente a plazos muy largos, el coste de dicha financiación sería prácticamente independiente de la instrumentación de la política monetaria.

Sin embargo, el hecho de que la política monetaria afecte a la carga financiera de la deuda pública y al tamaño del déficit público no induce, automáticamente, un cambio de comportamiento por parte de las AAPP, si no se registran unas ciertas condiciones de disciplina fiscal y financiera. En el caso español, hasta hace pocos años, las AAPP no percibían la existencia de una clara restricción financiera, por lo que los cambios en los costes del endeudamiento no conducían a modificaciones en sus pautas de comportamiento, como sucedía con los agentes del sector privado, sino que eran *acomodados*. La ausencia de una restricción financiera suficientemente firme favorecía una inercia expansiva de la política presupuestaria, con independencia de la fase cíclica que registrara la economía. La falta de flexibilidad de la política fiscal producía efectos desfavorables para la evolución de la actividad económica, puesto que

desequilibraba la combinación de políticas económicas y obligaba a la política monetaria a ejercer un papel compensador, lo que, al final, conducía a un nivel de los tipos de interés y de los tipos de cambio que, al implicar costes reales elevados para algunos sectores, eran percibidos como poco sostenibles por los mercados.

Además, la forma de financiación de la expansión fiscal, mediante instrumentos que amplían la liquidez de la economía, ha interferido significativamente en la consecución de los objetivos marcados por la política monetaria. La elevada captación de recursos financieros mediante la emisión de valores a corto plazo, junto con la transformación de plazos realizada por las entidades de crédito en la deuda a medio y largo plazo, que se comercializa habitualmente mediante cesiones temporales, ha ejercido una notable presión sobre la expansión monetaria, de forma que el aumento del saldo de deuda pública ha entorpecido el proceso de reducción de la inflación. Entre 1985 y 1994, alrededor del 40 % de la expansión de ALP vino explicado por el incremento de la financiación del sistema crediticio y de los mercados monetarios a las AAPP, sin que en los últimos años se haya percibido una contribución relativa más moderada a la expansión de la liquidez. Sin embargo, sí se constata que el aumento de la deuda pública registrado en el período más reciente se ha financiado mediante instrumentos líquidos en menor proporción que en el pasado: entre 1986 y 1990, casi un 80 % del aumento de la deuda pública se financió mediante el recurso al crédito interno, mientras que, en el período 1991-1994, dicho porcentaje se redujo hasta el 36 %.

La sensibilidad de las AAPP a las condiciones monetarias y financieras de la economía ha cambiado, sin embargo, en los últimos años, en buena medida, como consecuencia de distintas limitaciones legales a la financiación privilegiada por parte de las AAPP y de la mayor relevancia adquirida por el déficit público como variable que condiciona las expectativas de los agentes sobre los tipos de interés, la inflación y, en general, sobre la capacidad de la economía para crecer de forma equilibrada. La necesidad de apelar a los mercados con el propósito de financiar el déficit público y renovar el saldo de deuda existente en las mismas condiciones que otros agentes ha venido impuesta por el Tratado de la Unión Europea, que, desde 1994, prohibió que el banco central financiara a las AAPP y eliminó la posibilidad de que este agente dispusiera de canales de financiación privilegiada (1). Estas *restricciones* han supues-

(1) Si bien estas limitaciones comenzaron a ser efectivas en 1994, algunos cambios anteriores en la normativa a este respecto y la preparación para el cumplimiento de las nuevas restricciones supusieron que, ya desde finales de la década de los ochenta, se registrara un cambio significativo en las pautas de financiación de las AAPP; en especial, del Estado. En todo caso, hay que señalar que las AAPP compiten de forma desigual con otros agentes por los recursos, sobre todo mediante la concesión de ciertas ventajas fiscales a sus pasivos. Así, el ventajoso tratamiento fiscal de los fondos de inversión, cesiones temporales de valores públicos y de deuda en manos de no residentes facilita la financiación del déficit público.

to que, por un lado, las AAPP han pasado a ser percibidas por los mercados financieros como un agente económico más, sujeto a una prima de riesgo que varía de acuerdo con sus condiciones y perspectivas financieras (2). Por otro lado, esto ha conducido a que las AAPP se muestren más sensibles a la situación de las condiciones financieras de la economía.

Por otra parte, la inclusión de unos límites para el *déficit público* y la *deuda pública* como requisitos de entrada de la Unión Monetaria parece que ha contribuido a reforzar la tradicional débil disciplina presupuestaria y ha aumentado el seguimiento que los agentes realizan de las finanzas públicas. Con el fin de cumplir dichos requisitos y de guiar las expectativas del mercado, los países de la Unión Europea han propuesto programas de convergencia que incluyen un calendario de reducción del déficit público. En el caso español, el último programa de convergencia aprobado se compromete a reducir el déficit hasta el 3 % del PIB en 1997. El cumplimiento de estos objetivos obliga a las AAPP a ser sensibles a los cambios en las condiciones monetarias, puesto que, en la medida en que estas provoquen un aumento del coste de la deuda pública, la instrumentación paralela de algún ajuste de tipo restrictivo por el lado de los ingresos o de los gastos es necesaria para alcanzar los objetivos (3). En este sentido, las AAPP deberían pasar de acomodar totalmente los cambios en las condiciones monetarias a comportarse progresivamente de forma más parecida al modo en que lo hacen los agentes del sector privado, que ven limitada su capacidad de gasto por su renta disponible y por su capacidad para endeudarse en los mercados (4). Aunque se aprecian algunos de estos signos en el reciente comportamiento de las AAPP, la tradicional inercia expansiva de la política presupuestaria introduce un elemento de duda sobre la capacidad de las autoridades para cumplir estrictamente los objetivos planteados.

(2) De hecho, la prohibición de obtener financiación del banco central, o de disfrutar de acceso privilegiado a otros recursos financieros, y la imposibilidad de que la Unión Europea reflote a un Estado miembro (regla del *no bail-out*) suponen que las AAPP de cualquier país son susceptibles de no hacer frente a sus pagos, incluso los denominados en moneda nacional.

(3) La forma en que se realice este ajuste (aumento de impuestos directos o indirectos, reducción del gasto social, la inversión en infraestructuras o el consumo público, etc.) determinará qué variables macroeconómicas y qué agentes se verán afectados en mayor medida.

(4) En todo caso, siempre hay que tener presente que los objetivos de las AAPP y las restricciones a las que se enfrentan son diferentes de los del sector privado. Esto limitaría, hasta cierto punto, la necesidad de que las AAPP reaccionaran ante los cambios en los tipos de interés. Además, la restricción presupuestaria relevante en el caso de las AAPP no es una restricción de liquidez, sino una intertemporal. Sin embargo, en la medida en que esta restricción no es fácilmente observable o la adaptación a la misma no se considera suficiente, el establecimiento de un objetivo de déficit público, que aparece como una restricción de liquidez para las AAPP en el corto plazo, puede contribuir a racionalizar el comportamiento del sector público.

El establecimiento de un límite a la tasa de inflación en el Tratado de Maastricht y la independencia otorgada al Banco de España para instrumentar la política monetaria representan una restricción a la posibilidad de aliviar el peso del endeudamiento público mediante el recurso a la inflación (5). Esto puede dificultar, en un primer momento, el proceso de consolidación fiscal, puesto que, de forma creciente, se observa la evolución de las finanzas públicas como un *indicador de la inflación futura*, por lo que, en los países con elevado endeudamiento, los mercados exigen mayores tipos de interés nominales. En estas circunstancias, la insuficiencia del ajuste presupuestario podría conducir a un círculo vicioso en el que se produciría un mayor deterioro de las expectativas de inflación, un aumento de los tipos de interés demandados por el mercado y, en consecuencia, incrementos de los costes financieros y mayores dificultades para reducir el déficit y/o mantener los objetivos de inflación (6).

La importancia económica de la actividad de las AAPP es muy significativa. Si bien solo afectan de forma directa al 21 % de la producción interna total (la suma del consumo e inversión públicos), realizan una labor muy intensa de redistribución de renta, que soporta una parte muy importante de la demanda total de bienes de consumo y de inversión del sector privado. Así, una cuarta parte de la renta disponible de las familias procede de transferencias públicas, mientras que más de un tercio de la renta disponible de las empresas corresponde a subvenciones corrientes y de capital. Respecto a la actividad financiera, hay que destacar que, en 1994, un 28 % del total de pasivos financieros de los sectores residentes correspondían a las AAPP y que, en los últimos diez años, un 31 % del aumento del total de pasivos financieros de la economía fue originado por la demanda de recursos de este sector.

Las mayores necesidades de financiación de las AAPP han sido cubiertas, principalmente, mediante la apelación a los mercados de valores a corto plazo (hasta 1989) y a medio y largo plazo (a partir de 1990). En 1994, casi dos terceras partes de los pasivos de las AAPP eran valores, frente a poco más del 10 % a principios de los años ochenta (véase gráfico V.1). Hay que destacar, asimismo, el creciente peso de los créditos en moneda extranjera: en 1994, más de un 8 % de los pasivos de las AAPP

(5) Con los niveles actuales de deuda pública en España, si el PIB nominal creciera un punto adicional como consecuencia de una tasa de inflación más alta, la participación relativa de la deuda pública en el PIB se reduciría 0,6 puntos. Si el aumento de un punto de la inflación condujera a una reducción similar de los tipos de interés reales, el superávit primario necesario para estabilizar la deuda pública en porcentaje del PIB disminuiría también 0,6 puntos.

(6) Si el impacto a corto plazo de la política monetaria sobre el coste financiero de la deuda fuera tan elevado que hiciera imposible acometer una política de ajuste presupuestario, el banco central se encontraría en medio de un círculo vicioso del que solo saldría en la medida en que consiguiera obtener la confianza del mercado de que el déficit público no iba a conducir a una mayor tasa de inflación [véase Gros (1995)].

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



Fuente: Banco de España.

POSICIÓN FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



Fuente: Banco de España.

**CARGA FINANCIERA Y PASIVOS
DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

Fuente: Banco de España.

estaba denominado en moneda extranjera, lo que equivalía a casi el 6 % del PIB. Por su parte, los créditos concedidos por el Banco de España han ido perdiendo importancia paulatinamente. Por el lado de los activos, el aumento en el volumen de depósitos que se registra a partir de 1993 corresponde, en buena medida, a la constitución de un depósito por parte del Estado en el Banco de España, con el fin de hacer frente a las posibles necesidades de liquidez, tras la supresión de la posibilidad de mantener descubiertos.

La posición financiera neta de las AAPP se ha deteriorado notablemente en la última década (véase gráfico V.2), como consecuencia de la acumulación de elevados déficit públicos. Los gastos financieros han aumentado en porcentaje del PIB desde el 3,5 % en 1985 hasta más del 5,3 % en 1994 (véase gráfico V.3). Los tipos de interés implícitos en los ingresos y gastos financieros del sector se muestran en el gráfico V.4: si bien el coste medio de los pasivos remunerados se presenta relativamente estable, hay que tener en cuenta que se ha aproximado significativamente al nivel de los tipos de mercado y que, dada la desaceleración de la tasa de inflación, esconde un aumento del tipo de interés real de la deuda. En todo caso, esta estructura muestra que los cambios de los ti-

INGRESOS Y GASTOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



Fuente: Banco de España.

**CORRELACIÓN ENTRE LAS VARIACIONES
DEL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA
Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS VALORES PÚBLICOS
(enero 1990-septiembre 1995) (a)**

	<i>Letras a un año</i>	<i>Bonos a tres años</i>	<i>Obligaciones a diez años</i>
Contemporánea.....	0,73	0,50	0,34
Con desfase de: un mes.....	0,45	0,19	0,11
dos meses...	0,16	0,08	0,09
tres meses..	0,14	—	—

(a) Excepto para las obligaciones, en las que el período considerado ha sido diciembre 1991-septiembre 1995.

pos de interés dan lugar a un *efecto renta* negativo: si la variación de los tipos a corto plazo se trasladara íntegramente a los tipos de interés de los activos y pasivos financieros susceptibles de ser remunerados, un aumento de un punto en el tipo de intervención provocaría, *ceteris paribus*, un aumento de los gastos financieros netos de más de trescientos mil millones a precios de 1994, que equivale, aproximadamente, a medio punto del PIB (véase, asimismo, anejo II).

El impacto de la política monetaria en el coste del endeudamiento público se reduce a medida que aumenta el plazo de los instrumentos de pasivo. Así, en el cuadro V.1, se observa cómo la correlación entre el tipo de intervención y los tipos de interés de los valores públicos disminuye con el plazo, tanto en términos contemporáneos como con algunos meses de desfase.

Asimismo, si se analiza el impacto inmediato de los cambios en el tipo de intervención del Banco de España sobre los distintos plazos de la curva de rendimientos, se observa también que dicho efecto va debilitándose a medida que el horizonte temporal es más prolongado. En el cuadro V.2, se muestran las variaciones medias de los tipos de interés en distintos mercados, en los días próximos a los cambios en el tipo de intervención del Banco de España para el período 1992-1995 [véase Dale y Haldane (1993)]. En un entorno de credibilidad de la política monetaria, el aumento de los tipos de interés de intervención del banco central conduciría, normalmente, a un aumento de los tipos de interés (efecto restrictivo sobre la liquidez) que, a medida que se prolonga el plazo de referencia, debería ser menos significativo, hasta un cierto punto en el que los tipos podrían, incluso, comenzar a descender (efecto Fisher o de disminución de las expectativas de inflación). Esto supone que si las modifi-

**EFFECTO DEL AUMENTO DE UN PUNTO
EN EL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA
SOBRE EL MERCADO DE DEPÓSITOS INTERBANCARIOS
Y EL MERCADO DE DEUDA**

	<i>Interb. 1 mes</i>	<i>Interb. 3 meses</i>	<i>Interb. 1 año</i>	<i>Interb. 3 años</i>	<i>Interb. 5 años</i>	<i>Interb. 10 años</i>
Inmediato (a).....	0,43	0,37	0,27	0,19	0,16	0,08
Respuesta a corto plazo (b).. <td>0,64</td> <td>0,42</td> <td>0,42</td> <td>0,23</td> <td>0,22</td> <td>0,12</td>	0,64	0,42	0,42	0,23	0,22	0,12

(a) Cambios en los tipos de interés, el mismo día en que se toma la decisión de modificar el tipo de intervención.

(b) Diferencia entre los tipos de interés, dos días después y antes de tomar tal decisión.

caciones en el tipo de intervención se orientan hacia el nivel que registran los tipos a largo plazo (esto es, si aumentan cuando la pendiente de la curva de rendimientos es positiva y disminuyen cuando la pendiente es negativa), la pendiente de la curva de rendimientos tiende a aplanarse (7). En el caso español, y para el período analizado, el posible efecto de los cambios en el tipo de intervención sobre las expectativas de inflación no llega a ser tan intenso como para producir variaciones de distinto signo en los tipos de interés a largo plazo.

Hasta hace unos pocos años, el *plazo* medio del endeudamiento de las AAPP era muy bajo: en 1990, la vida media de la deuda negociable del Estado, que representa el 64 % de los pasivos totales de las AAPP, era de apenas un año, mientras que en 1994 ascendía a casi tres años (véase gráfico V.5). Sin embargo, la gran importancia relativa que todavía mantienen los valores a corto plazo en el total de la deuda provoca que el peso de los tipos de interés a corto plazo en el coste financiero del endeudamiento sea relativamente elevado: los valores a corto plazo, que suponían en 1994 un 26 % de los pasivos financieros totales de las AAPP y un 41 % de los valores públicos, tenían, en dicho año, una vida media de solo seis meses (8).

(7) Algunos autores, como McCallum (1994), han resaltado que los bancos centrales reaccionan ante un elevado nivel de la pendiente de la curva de rendimientos, puesto que este es indicativo del posible tono excesivamente expansivo o restrictivo de la política monetaria, de las expectativas de inflación y de la evolución cíclica de la economía.

(8) El plazo de emisión de los activos públicos permite obtener una idea sobre la presión que las necesidades futuras de renovación de la deuda van a ejercer sobre los mercados y, en este sentido, un alargamiento del plazo de la deuda facilita la tarea de gestión financiera del Tesoro. La mayor apelación a los mercados de medio y largo plazo puede, sin embargo, conducir a una expansión paralela de la liquidez de la economía, si, como se comentó anteriormente, el grueso de los valores a largo plazo pasa a poder del sector privado mediante la instrumentación de cesiones temporales a corto plazo.

VIDA MEDIA DE LA DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Medida en años.

Una parte significativa de los activos financieros de las AAPP son valores de renta variable, esto es, participaciones en empresas públicas, algunas de las cuales reportan elevados ingresos, tanto en forma de dividendos (Telefónica, REPSOL, etc.) como de plusvalías (ingresos por privatizaciones). Los cambios en los tipos de interés pueden afectar al valor de esta *riqueza*, de forma que se refuerce el canal de transmisión de la política monetaria. En efecto: la mayor restricción monetaria dará lugar, posiblemente, a unos menores beneficios en las empresas públicas y a unas perspectivas menos favorables en los ingresos previstos por la posible privatización de algunas de estas empresas, lo que inducirá variaciones en otras áreas presupuestarias para cumplir el objetivo de déficit público. Con todo, este efecto no puede considerarse muy intenso (véase anejo II).

El *grado de dependencia bancaria* en la financiación de la deuda pública se ha reducido significativamente en la última década, como consecuencia del desarrollo del mercado de anotaciones en cuenta de deuda del Estado y de la mayor demanda de valores públicos por parte del sector privado en especial, a través de los fondos de inversión, y de los no residentes. Las *alternativas de financiación* de las AAPP son numerosas: en particular, a

partir de 1993, cuando se impuso la prohibición de apelar al endeudamiento en el Banco de España, el Tesoro ha ampliado sus fuentes de financiación, diversificando su estructura por instrumentos, plazos de emisión y monedas de denominación [véase Muñoz de la Peña (1995)]. En concreto, el recurso a la financiación en moneda extranjera se ha utilizado ampliamente en los últimos años. A finales de 1994, los créditos en moneda extranjera representaban casi un 10 % de los pasivos totales de las AAPP (9).

Aunque la variación del tipo de intervención del Banco de España afecta al coste de la financiación de las AAPP, no puede deducirse que el banco central tenga la capacidad para utilizar de forma sistemática ese tipo como instrumento para ayudar a reducir dicho coste. La relajación de la política monetaria contribuirá a reducir los tipos de interés a todos los plazos, si los agentes consideran que dicha política es coherente con las perspectivas inflacionistas de la economía. Si, por el contrario, con el fin de reducir la carga financiera de la deuda, el banco central instrumentara una política monetaria expansiva, sin relación con la situación cíclica de la economía, la pérdida de credibilidad de dicha política generaría mayores expectativas de inflación futura, aumentos en los tipos de interés a medio y largo plazo y mayores dificultades de financiación, con lo que la ganancia en términos de reducción de los tipos de interés a corto plazo sería muy reducida. En este sentido, el proceso de liberalización y desregulación financiera y la eliminación de los privilegios financieros de las AAPP han supuesto que los mercados ejerzan un *efecto disciplinante* en la economía, al restringir las condiciones financieras cuando observan que la política económica instrumentada no es compatible con la estabilidad de precios [véase Alejano y Peñalosa (1995)]. Por tanto, si bien el coste financiero de los pasivos de las AAPP no es completamente independiente del tono de la política monetaria, la mejor manera de reducir las expectativas de inflación, el nivel medio de los tipos de interés a largo plazo y, en definitiva, el coste del endeudamiento público es la instrumentación de una política monetaria dirigida exclusivamente a la consecución de la estabilidad de precios.

En resumen, hasta la década de los ochenta, la política presupuestaria apenas reaccionaba ante los cambios en los tipos de interés del Banco de España, lo que, por un lado, dificultaba la transmisión de la política monetaria, y, por otro, exigía, en términos relativos, una mayor restricción monetaria. Las *condiciones de disciplina fiscal y financiera* impuestas desde finales de los ochenta, junto con el aumento del peso de la deuda pública, deberían contribuir a que las AAPP adquirieran un papel más relevante en la transmisión de los impulsos monetarios y, por tanto,

(9) En el anejo III, se analizan los efectos renta y riqueza que, con dicha estructura de financiación, produciría una depreciación del tipo de cambio de la peseta.

RESUMEN DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

1. Riqueza financiera neta negativa y con un rápido deterioro Ingresos financieros netos negativos Más del 80 % de los pasivos está remunerado a tipos de mercado	Casi -50 % del PIB en 1994 (-25 % diez años antes) En torno al 4 % del PIB	++
2. Plazo medio de la deuda negociable: tres años (en 1990: un año) Sin embargo, la conversión de plazos de los valores públicos por parte de las entidades de crédito perjudica a la política monetaria	Aunque una cuarta parte de la financiación proviene de los mercados monetarios Independientemente de los plazos de emisión originales, el endeudamiento público tiende a expandir la liquidez	+
3. Escasa importancia de la financiación a tipo variable		0
4. Modesto efecto riqueza	Las ganancias de capital potenciales, derivadas de la enajenación de las participaciones en empresas, pueden ser importantes	+
5. Escasa importancia del crédito bancario	A él recurren, sobre todo, las Administraciones Territoriales	0
6. Alternativas de financiación: numerosas y ampliadas tras las restricciones financieras del Tratado de Maastricht	Presencia activa en diversos mercados, plazos y monedas	—
7. Limitada capacidad para acomodar aumentos de los tipos de interés	Antes era elevada; ahora: restricciones financieras + objetivos de déficit y deuda	+
8. Aumento de la sensibilidad de los tipos de interés (sobre todo, de los de largo plazo) a cambios en la situación financiera	Los mercados ejercen un efecto disciplinante en el comportamiento de las AAPP	+

NOTA: Los signos de la última columna tratan de evaluar en qué medida las distintas características de la posición financiera favorecen moderada (+) o notablemente (++) la transmisión de la política monetaria, la perjudican en mayor (—) o menor (–) medida, o resultan neutros (0).

en la consecución de la estabilidad nominal de la economía. Además, la situación fiscal se ha convertido en uno de los factores esenciales sobre los que se asienta la formación de las expectativas de inflación y de tipos de interés. Por ello, no solo las AAPP se han hecho más sensibles a los cambios en la política monetaria, sino que esta, de forma creciente, ha debido tener en cuenta las señales proporcionadas por la trayectoria de las finanzas públicas y los tipos de interés de la deuda para configurar las condiciones financieras de la economía más propicias para alcanzar la estabilidad de precios.

VI

CONCLUSIONES

El análisis de la posición financiera de los sectores económicos resulta fundamental para valorar la potencia y la rapidez del mecanismo de transmisión de la política monetaria, pues los cambios que esta provoca en las condiciones monetarias y financieras de la economía afectan de forma diferente a las decisiones de gasto de los agentes, dependiendo de la estructura financiera de cada sector, de las características de sus activos y pasivos, y de las restricciones financieras a las que cada agente se enfrenta. En este trabajo, se han analizado la posición financiera de las familias, las empresas y las Administraciones Públicas en la economía española en la última década y sus perspectivas. Para ello, se ha establecido un conjunto de criterios que caracterizan dicha posición financiera y contribuyen a evaluar en qué medida facilita o entorpece la transmisión de la política monetaria.

En el cuadro VI.1, se ha tratado de resumir las principales conclusiones del trabajo, atribuyendo una valoración a cada uno de estos criterios básicos. Estas valoraciones no tienen un carácter comparativo con otros países, sino que, simplemente, tratan de ordenar la mayor o menor influencia estimada de los criterios descritos para la transmisión de la política monetaria en España (1). Además, el hecho de que algunos de los criterios mencionados pueden llegar a ser sustitutivos obliga a tratar con cautela las conclusiones que pueden extraerse de este cuadro:

a) La posición financiera del sector no financiero español *favorece*, en líneas generales, la transmisión de la política monetaria. La *incertidumbre* existente sobre el grado de estabilidad financiera a medio plazo —que conduce a una mayor demanda de financiación a corto plazo, al

(1) En el anejo IV, se presentan los rangos de valores utilizados para establecer esta clasificación.

**CUADRO-RESUMEN SOBRE EL PAPEL DE LA POSICIÓN FINANCIERA
DE LOS AGENTES EN LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

	<i>Familias</i>	<i>Empresas</i>	<i>AAPP</i>
a) Efecto renta.....	—	++	++
b) Plazos de financiación.....	—	+	+
c) Plazos de revisión de los tipos de interés y tipos de referencia.....	++	+	0
d) Efecto riqueza.....	+	++	+
e) Grado de intermediación bancaria....	++	+	0
f) Fuentes de financiación alternativas. — Financiación en moneda extranjera — Crédito interempresarial — Mercados de valores	++	—	—
g) Sensibilidad a cambios en los tipos de interés.....	++	0	+
h) Prima de riesgo de crédito.....	—	—	0

Puntuación:

- : Perjudica notablemente la transmisión de la política monetaria.
- : La perjudica moderadamente.
- 0: No afecta a la transmisión de la política monetaria.
- +: Favorece moderadamente la transmisión.
- ++: La favorece notablemente.

auge de los créditos a tipo variable y a un escaso desarrollo de los mercados de capitales privados— y la importancia relativa del *sistema bancario* —sobre el que la política monetaria influye más intensamente— son dos de las principales razones.

b) Pese a esta valoración general, existen importantes *diferencias sectoriales*:

En el caso de las *familias*, el rasgo que más favorece la transmisión de la política monetaria es la elevada dependencia del crédito bancario para financiar las decisiones de gasto de mayor importancia (vivienda y bienes de consumo duradero). Aunque el plazo al que se concede dicho crédito es relativamente prolongado y, por tanto, sus condiciones podrían presentar una menor dependencia de la política monetaria, la proliferación de préstamos a tipo variable a las familias ha permitido a la política monetaria incidir significativamente en la determinación de los costes financieros de estos agentes. Por otra parte, el efecto renta, de signo contrario a la transmisión de la política monetaria en este sector, no parece resultar muy relevante, a pesar de la posición fuertemente acreedora de las familias. Asimismo, la distribución asimétrica de ingresos y gastos

financieros por niveles de renta podría dar lugar a una evolución divergente de los ingresos financieros netos totales y la demanda de las familias.

La influencia de la política monetaria en las decisiones de las *empresas* se explica, principalmente, por la posición deudora neta del sector y por el plazo relativamente reducido de buena parte de sus pasivos. Por el contrario, las empresas disponen de mayor flexibilidad para diversificar sus fuentes de financiación y aislarse de los cambios en los tipos de interés a corto plazo. De todas formas, es importante resaltar que el tamaño de la empresa es un factor que permite caracterizar la respuesta de las empresas a los cambios en la política monetaria: cuanto mayor es el tamaño, mayor parece la capacidad de las empresas para aislarse de los efectos de la política monetaria.

En el caso de las *Administraciones Públicas*, los efectos de la política monetaria se han intensificado tras la obligación de financiarse en el mercado (disciplina financiera), mientras que la mayor relevancia de los objetivos de déficit público (disciplina fiscal) ha provocado que dichos efectos no puedan ser acomodados. El impacto directo de la política monetaria en el coste del endeudamiento público viene explicado, en buena medida, por el relativamente elevado nivel de la deuda a corto plazo, cuya remuneración se mueve en paralelo con los cambios en los tipos de interés de los mercados monetarios. Sin embargo, aunque la existencia de un significativo porcentaje de deuda a corto plazo refuerza la transmisión de la política monetaria, también hay que tener en cuenta que dicha financiación interfiere con los objetivos de la política monetaria, al afectar a la expansión de la liquidez en la economía.

c) En cuanto a las *perspectivas* sobre el futuro del papel de la posición financiera de los agentes en la transmisión de la política monetaria, no se observan indicios claros que apunten a un fortalecimiento ni a un deterioro del mismo. El intenso proceso de desregulación y liberalización financiera, que impulsará una conexión más rápida e intensa entre los tipos de interés de todos los mercados, y el elevado y creciente saldo de créditos a tipo variable podrían contribuir a reforzar dicha transmisión. Estos factores podrían verse compensados por el hecho de que, para algunos agentes, dicho proceso de integración facilita, a la vez, la búsqueda de fuentes alternativas de financiación, permite la participación de nuevos intermediarios financieros y amplía el número de factores ajenos a la política monetaria nacional que influyen en la determinación de los tipos de interés de los instrumentos financieros. Además, el logro de una mayor estabilidad nominal en la economía española podría conducir a un mayor desarrollo de los mercados a largo plazo, relativamente más aislados de la instrumentación de la política monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

- ALEJANO, A., Y PEÑALOSA J. M. (1995). *La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria*, Documento de Trabajo nº 9525, Servicio de Estudios, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (1993). «Tipos de referencia recomendados para las operaciones de crédito hipotecario a tipo de interés variable», *Boletín económico*, diciembre.
- (1995). *Resultados anuales de las empresas no financieras de la Central de Balances. 1994*.
- BORIO, C. (1995). «The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy», *Working Paper*, nº 24, Banco Internacional de Pagos.
- BORIO, C., Y FRITZ, W. (1995). «The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective», *Working Paper*, nº 27, Banco Internacional de Pagos.
- BOVER, O., Y ESTRADA, Á. (1994). «Estimación del efecto de la compra de vivienda sobre el consumo de bienes duraderos», *Boletín económico*, febrero, Banco de España.
- CANNER, G. B., Y LUCKETT, C. A. (1994). «Home equity lending: evidence from recent surveys», *Federal Reserve Bulletin*, julio.
- CHULIÁ, C. (1993). «Política de dividendos en la empresa española no financiera», *Boletín económico*, febrero, Banco de España.
- CHULIÁ, C., Y FUENTES, I. (1993). «La financiación y el endeudamiento de las empresas no financieras y las familias», *Boletín económico*, febrero, Banco de España.
- COTTARELLI C., Y KOURELIS, A. (1994). «Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy», *Staff Papers*, IMF.
- DALE, S., Y HALDANE, A. G. (1993). «Bank behaviour and the monetary transmission mechanism», *Bank of England Quarterly Bulletin*, noviembre.
- ESCRIVÁ, J. L., Y HALDANE, A. G. (1994). *The interest rate transmission mechanism: sectorial estimates for Spain*, Documento de Trabajo nº 9414, Servicio de Estudios, Banco de España.
- ESTRADA, Á. (1992). *Una función de consumo de bienes duraderos*, Documento de Trabajo nº 9228, Servicio de Estudios, Banco de España.
- ESTRADA, Á.; SASTRE, T., Y VEGA, J. L. (1994). *El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español*, Documento de Trabajo nº 9408, Servicio de Estudios, Banco de España.

- ESTRADA, Á., Y VALLÉS, J. (1995). *Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel*, Documento de Trabajo nº 9506, Servicio de Estudios, Banco de España.
- FRIEDMAN, B. (1989). «Capital, Credit and Money Markets», en *The New Palgrave - Money*, The MacMillan Press Limited.
- FUENTES, I. (1993). «El crédito bancario en España, 1988-1993», *Boletín económico*, diciembre, Banco de España.
- (1995). «Evolución reciente del crédito bancario: efectos sobre la financiación de las familias y las empresas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1995). *El crédito interempresarial como alternativa al crédito bancario: evolución reciente*, Banco de España, mimeo.
- GROS, D. (1995). *Self-fulfilling public debt crises*, mimeo.
- HERNANDO, I. (1995). *Política monetaria y estructura financiera de las empresas*, Documento de Trabajo nº 9520, Servicio de Estudios, Banco de España.
- INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1994). *Differences in financial structures and monetary policy transmission processes and their implications*, mimeo.
- KING, M. (1994). «The transmission mechanism of monetary policy», *Quarterly Bulletin*, agosto, Bank of England.
- KNEESHAW, J. T. (1995). «A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: implications for the monetary policy transmission mechanism», *Working Paper*, nº 25, Banco Internacional de Pagos.
- MANZANO, M. C., Y GALMÉS, S. (1995a). «El mercado interbancario de depósitos y las entidades de crédito», *Boletín económico*, febrero, Banco de España.
- (1995b). *Políticas de precios de las entidades de crédito y tipo de clientela: efectos sobre el mecanismo de transmisión*, Documento Interno EC/1995/28, Banco de España.
- MAUSKOPF, E. (1990). «The Transmission Channels of Monetary Policy: How Have They Changed?», *Federal Reserve Bulletin*, diciembre.
- MCCALLUM, B. T. (1994). «Monetary policy and the term structure of interest rates», *Working Paper*, nº 4938, NBER.
- MESTRE, R. (1995). *A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism*, Documento de Trabajo nº 9504, Servicio de Estudios, Banco de España.
- MODIGLIANI, F., Y MILLER, M. H. (1958). «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, 48, junio.
- MUÑOZ DE LA PEÑA, E. (1995). «Nuevos instrumentos del Tesoro para la captación de recursos», *Boletín económico*, septiembre, Banco de España.
- PEÑALOSA, J. M^a (1994). «Determinantes financieros de la recuperación del consumo privado», *Boletín económico*, junio, Banco de España.
- SÁEZ, F. (1995). *Los tipos de interés activos y pasivos de los bancos y cajas de ahorros y su relación con el tipo de interés interbancario*, mimeo.
- SASTRE, T. (1991). *La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro*, Estudios Económicos, nº 45, Banco de España.
- WILCOX, J. A. (1989). «Liquidity constraints on consumption: the real effects of "real" lending policies», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Fall.

ANEJO I

METODOLOGÍA Y DEFINICIÓN DE ALGUNAS VARIABLES UTILIZADAS

La información sobre la estructura y composición de los activos y pasivos financieros de los distintos sectores procede de las *Cuentas financieras de la economía española*, publicadas en 1995 por el Banco de España. Para algunos aspectos concretos, para los que no existían datos con el suficiente detalle en dichas cuentas, se ha utilizado la información de los balances de las entidades de depósito. A continuación, se explica el procedimiento de cálculo de algunas de las variables utilizadas:

I.1. Riqueza financiera (gráfico I.1)

La riqueza financiera se obtiene como la diferencia entre el total de activos y pasivos financieros de cada sector. Para calcular la riqueza financiera de las empresas, como ya se comenta en el texto, no se han tenido en cuenta los valores de renta variable que figuran en su pasivo. Este ajuste se ha realizado para evitar una idea errónea de la verdadera evolución financiera de dicho sector, que podría aparecer en situaciones en las que, por ejemplo, se produjera una revalorización de las acciones y, como consecuencia de ello, un aumento de los pasivos financieros totales y una disminución de la riqueza financiera de las empresas.

I.2. Activos y pasivos financieros susceptibles de ser remunerados a tipos de mercado (gráfico I.3)

Con el fin de delimitar la influencia de la política monetaria en los balances financieros de los distintos sectores, se han separado los activos y pasivos financieros que pueden recibir una remuneración relacionada con los tipos de interés que se fijan en el mercado. Los activos financieros que se han considerado susceptibles de ser remunerados a dichos tipos son: depósitos bancarios, valores a corto plazo, obligaciones y parti-

cipaciones en fondos de inversión. Los pasivos susceptibles de ser remunerados a tipos de mercado son: los valores a corto plazo, las obligaciones, los créditos del sistema crediticio y los procedentes del resto del mundo. En el caso de las AAPP, no se ha tenido en cuenta el saldo de la financiación gratuita concedida por el Banco de España al Tesoro. Los otros componentes de los activos y pasivos financieros no reciben remuneración (dinero en efectivo) o es independiente, en buena medida, de la instrumentación de la política monetaria (dividendos pagados por la posesión de acciones, intereses derivados de contratos de seguro, remuneración del crédito interempresarial, etc.).

I.3. Rentabilidad y costes implícitos (gráficos III.3, IV.4 y V.4)

La rentabilidad y el coste implícito se calculan como la *ratio* entre el total de ingresos y gastos financieros, por un lado, y el saldo de activos y pasivos financieros totales, por otro.

I.4. Tipos de interés medios de los activos y pasivos remunerados (gráficos III.3, IV.4 y V.4)

Representa la *ratio* entre los intereses efectivos recibidos (pagados) y el saldo de activos (pasivos) financieros susceptibles de devengar una remuneración de mercado, calculados anteriormente. En relación con la rentabilidad y el coste implícito, se han eliminado del numerador los ingresos y gastos financieros procedentes de dividendos, activos inmateriales y los imputados a contratos de seguro, y del denominador, los saldos de activos y pasivos financieros no remunerados a tipos de mercado (acciones, reservas técnicas de seguro, otros, etc.).

I.5. Coste del endeudamiento en moneda nacional y en moneda extranjera (gráfico IV.6)

Estos costes representan el valor actual en pesetas de una deuda de 100 unidades contraída en diciembre de 1979 en moneda nacional y en moneda extranjera. El coste del endeudamiento en moneda nacional es el resultado de capitalizar mensualmente el principal con el tipo de interés interbancario a tres meses. El coste del endeudamiento en moneda extranjera consta de dos partes: en primer lugar, el principal se capitaliza con el tipo de interés medio en el euromercado a tres meses de distintas monedas ponderadas por su participación en los créditos exteriores en divisas de España en diciembre del año anterior. La segunda parte del coste del endeudamiento en moneda extranjera traduce dicha evolución en moneda nacional, considerando la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados.

ANEJO II

APROXIMACIÓN A LOS EFECTOS RENTA Y RIQUEZA PRODUCIDOS POR EL AUMENTO DEL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

II.1. Efecto renta

Basándose en las estimaciones realizadas por Sáez (1995) para la sensibilidad del crédito y los depósitos bancarios a cambios en el tipo de intervención, este efecto se calcula suponiendo que los movimientos en el tipo oficial del Banco de España se trasladan íntegramente a los tipos de interés de los pasivos financieros de los sectores económicos que son susceptibles de recibir remuneración a tipos de mercado, y solo un 60 % a los tipos de interés de los activos. La base de todas las cifras es 1994.

El efecto renta neto es negativo, esto es, la restricción monetaria reduce la renta disponible del conjunto de los sectores residentes no financieros. El impacto negativo más significativo se registra en las empresas y en las AAPP; bajo los supuestos realizados, el aumento de un punto en el tipo de intervención reduce en más del 3 % la renta disponible de estos sectores. En términos del PIB, las AAPP representan el sector más sensible a la política monetaria, puesto que registran un mayor saldo de pasivos captado a tipos de mercado en porcentaje del PIB y porque apenas disponen de activos financieros que compensen los cambios en el grado de restricción monetaria. Por su parte, la respuesta de la renta disponible de las familias a un aumento del tipo de intervención es muy modesta (0,2 %), pese a que mantienen una elevada posición acreedora neta.

II.2. Efecto riqueza

En este apartado, se analizan los cambios en el valor de los activos financieros de los agentes, provocados por variaciones en el nivel de

**EFFECTO RENTA PRODUCIDO POR UN AUMENTO DE UN PUNTO
EN EL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA**

	<i>Activos remunerados</i>		<i>Pasivos remunerados</i>		<i>Ingresos financieros netos</i>	
	<i>% sobre total activos</i>	<i>% sobre PIB</i>	<i>% sobre total pasivos</i>	<i>% sobre PIB</i>	<i>% sobre PIB</i>	<i>% renta disponible</i>
Familias.....	62	80	60	35	0,13	0,2
Empresas.....	31	24	46	54	-0,40	-3,6
AAPP.....	33	7	82	57	-0,53	-3,6
Total.....		111		146	-0,79	-0,8

los tipos de interés. Como en el caso anterior, se realizan algunos supuestos:

- Las variaciones del tipo de intervención del Banco de España se trasladan íntegramente a los tipos de interés de todos los instrumentos financieros y, por tanto, también a la tasa de descuento de los flujos futuros de renta de los activos financieros.
- El aumento de un punto de los tipos de interés supone un incremento del 10 % en su nivel (aumento del 10 % al 11 %).
- Los valores de renta variable tienen una consideración de deuda perpetua. Por su parte, se considera que los valores de renta fija tienen una vida media similar a la de la deuda a medio y largo plazo del Estado.

**EFFECTO RIQUEZA PRODUCIDO POR UN AUMENTO DE UN PUNTO
EN EL TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA
(en % del PIB)**

	<i>Acciones</i>	<i>Renta fija</i>	<i>Total</i>	
				<i>% sobre renta disponible</i>
Familias.....	-1,3	-0,3	-1,6	-2,3
Empresas.....	-0,9	-0,1	-1,0	-8,9
AAPP.....	-0,3	-	-0,3	-2,0
Total.....	-2,5	-0,4	-2,9	-3,0

En los supuestos antes descritos, el aumento de un punto en el nivel de los tipos de interés reduce en casi un 3 % el valor de la riqueza mantenida en forma de acciones y bonos de los sectores residentes no financieros. Este efecto amplía el impacto de la política monetaria sobre las empresas y las AAPP, provocado por el efecto renta analizado anteriormente, al tiempo que contrarresta el efecto renta perverso que, aun con una reducida magnitud, se registraba en el caso de las familias.

ANEJO III

APROXIMACIÓN A LOS EFECTOS RENTA Y RIQUEZA PRODUCIDOS POR UNA DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA

Las variaciones del tipo de cambio de la peseta afectan a los pagos por intereses y al valor en moneda nacional de los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera y, por tanto, provocan un efecto renta y un efecto riqueza. En el cuadro A.III.1, se resume la posición en moneda extranjera, en 1994, de los sectores analizados en este trabajo.

En los sectores con una posición neta deudora (empresas y AAPP), la depreciación dará lugar a mayores gastos financieros netos y a un deterioro de dicha posición financiera, mientras que lo contrario ocurrirá en las familias, que ostentan una posición financiera acreedora en moneda extranjera.

Se ha supuesto que la remuneración media de estos activos y pasivos financieros en moneda extranjera es igual al tipo implícito en los activos y pasivos financieros remunerados menos el diferencial a tres meses entre los tipos interiores y los de la deuda española ponderada, que se elevaba a tres puntos a finales de 1994. Se ha supuesto, asimismo, que la posición en moneda extranjera de todos los sectores tiene la misma composición que la implícita en el cálculo del tipo de cambio efectivo nominal. El porcentaje de depreciación supuesto (3 %) es la depreciación media anual registrada por el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta en los últimos 25 años.

Una depreciación del 3 % del tipo de cambio de la peseta produce unos efectos renta muy pequeños, aunque reduce el valor de la riqueza financiera de los sectores residentes en casi un cuarto de punto del PIB. Por tanto, la posición neta deudora en moneda extranjera que presentan los sectores residentes no financieros supone que el impulso a la deman-

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS
DENOMINADOS EN MONEDA EXTRANJERA EN 1994
(en % del PIB)

	<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>	<i>Neto</i>
Familias.....	4,2	—	4,2
Empresas.....	5,0	11,6	—6,6
AAPP.....	0,2	5,8	—5,6
Total.....	9,4	17,3	—7,9

da externa que la depreciación puede originar va a ser parcialmente contrarrestado por un efecto riqueza de signo negativo. Movimientos bruscos del tipo de cambio, como los registrados en el período 1992-1993, pueden dar lugar a variaciones significativas de la riqueza financiera de los agentes. Asimismo, en la medida en que la deuda frente al exterior se concentre en una determinada moneda, la mayor variabilidad del tipo de cambio frente a la misma, en comparación con la pauta más estable del tipo de cambio efectivo nominal, puede dar origen a intensas modificaciones en la valoración de la riqueza financiera en términos de la moneda nacional.

El efecto riqueza provocado por la depreciación de la peseta es menor que el producido por el aumento de los tipos de interés (véase anejo II). De hecho, la depreciación del tipo de cambio efectivo de la peseta debería ser del 36 % para que su efecto riqueza fuera similar al provocado por un aumento de un punto en el nivel de los tipos de interés.

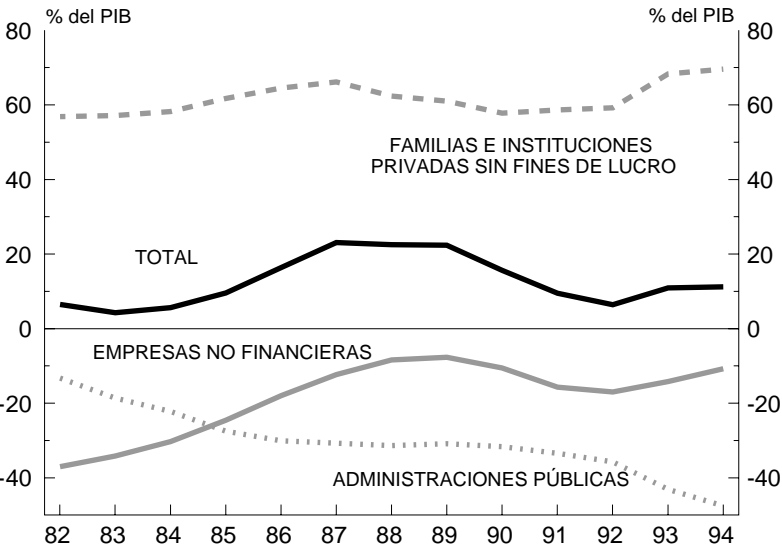
EFFECTO RENTA Y RIQUEZA
PROVOCADO POR UNA DEPRECIACIÓN DE LA PESETA DEL 3 %

	<i>Efecto renta</i>		<i>Efecto riqueza</i>	
	<i>Miles de millones</i>	<i>% PIB</i>	<i>Miles de millones</i>	<i>% PIB</i>
Familias.....	3	—	81	0,13
Empresas.....	—12	—	—129	—0,20
AAPP.....	—6	—	—108	—0,17
Total.....	—15	—0,02	—156	—0,24

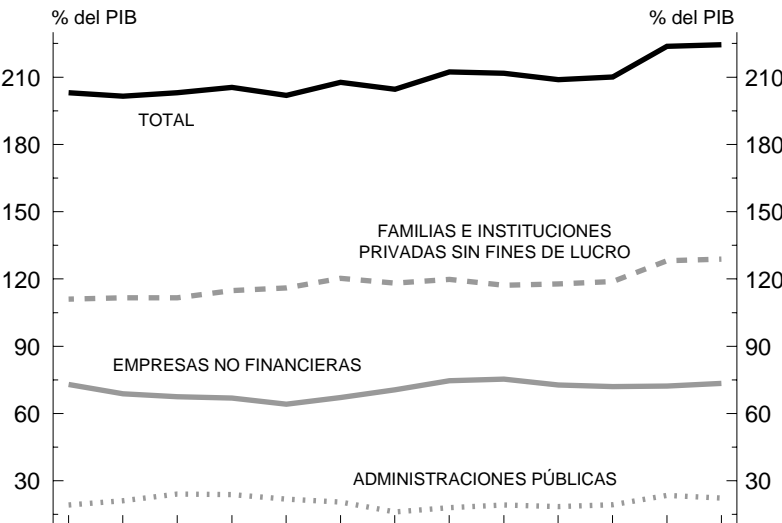
ANEJO IV

RANGOS DE VALORES UTILIZADOS PARA CLASIFICAR LOS CRITERIOS QUE DESCRIBEN EL PAPEL DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES EN EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA (cuadro VI.1)

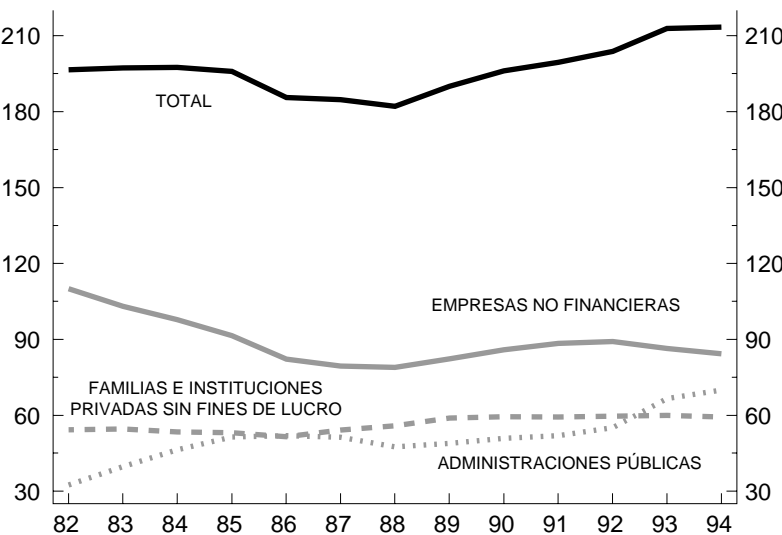
a) Efecto renta	Medida	Variación de los ingresos financieros netos en porcentaje de la renta disponible cuando aumenta un punto el tipo de intervención
	Intervalo	<div> <div>--</div> <div>-</div> <div>0</div> <div>+</div> <div>++</div> </div> <div>>1 (0; 1) (0) (-1; 0) <-1</div>
b) Plazos de financiación	Medida	Porcentaje de la financiación ajena con un plazo igual o inferior a un año sobre el total
	Intervalo	<div> <div>--</div> <div>-</div> <div>0</div> <div>+</div> <div>++</div> </div> <div><5 (5; 15) (15; 25) (25; 35) >35</div>
c) Plazos de revisión de los tipos de interés	Medida	Porcentaje de los pasivos a tipo variable sobre el total
	Intervalo	<div> <div>0</div> <div>+</div> <div>++</div> </div> <div><5 (5; 20) >20</div>
d) Efecto riqueza	Medida	Variación de la riqueza financiera en porcentaje de la renta disponible cuando aumenta un punto el tipo de intervención
	Intervalo	<div> <div>0</div> <div>+</div> <div>++</div> </div> <div>>-1 (-1; -4) <-4</div>
e) Grado de intermediación bancaria	Medida	Porcentaje de los pasivos frente a las entidades de crédito sobre el total
	Intervalo	<div> <div>0</div> <div>+</div> <div>++</div> </div> <div><25 (25; 50) >50</div>
f) Fuentes de financiación alternativas		
g) Sensibilidad ante cambios en los tipos de interés		ENJUICIAMIENTO CUALITATIVO SIGUIENDO LAS CONSIDERACIONES QUE SE REALIZAN EN EL TEXTO
h) La prima de riesgo de crédito		

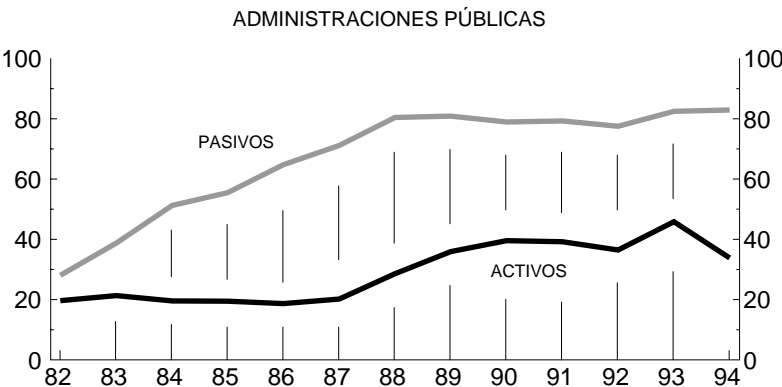
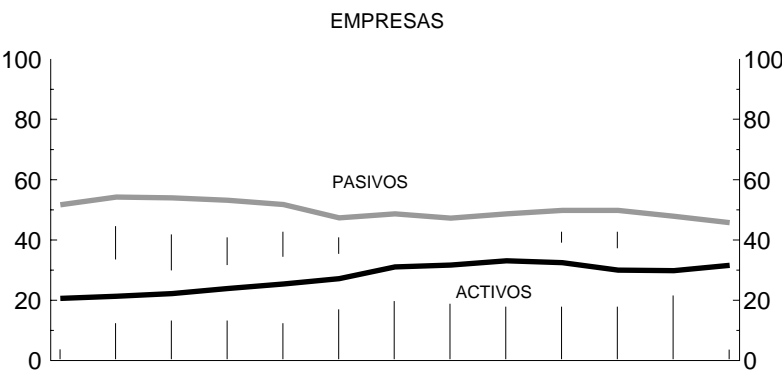
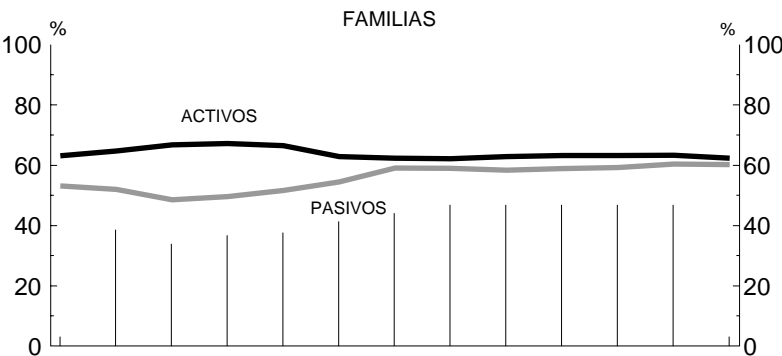


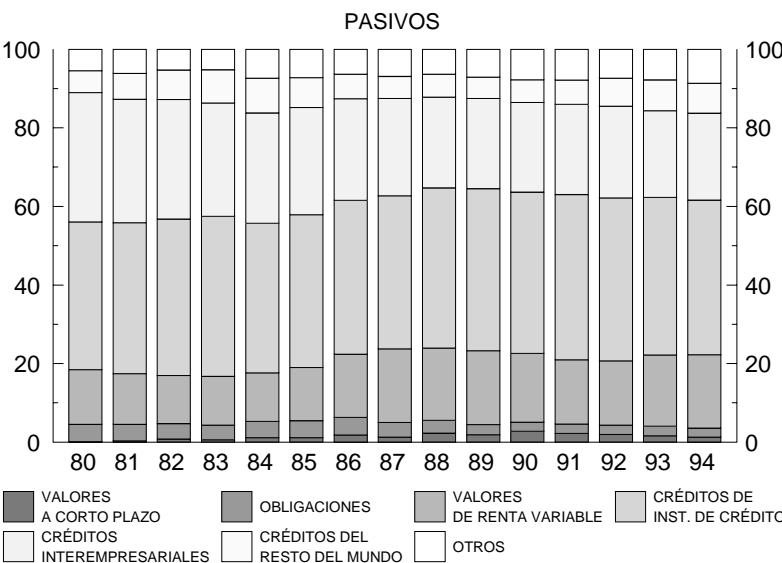
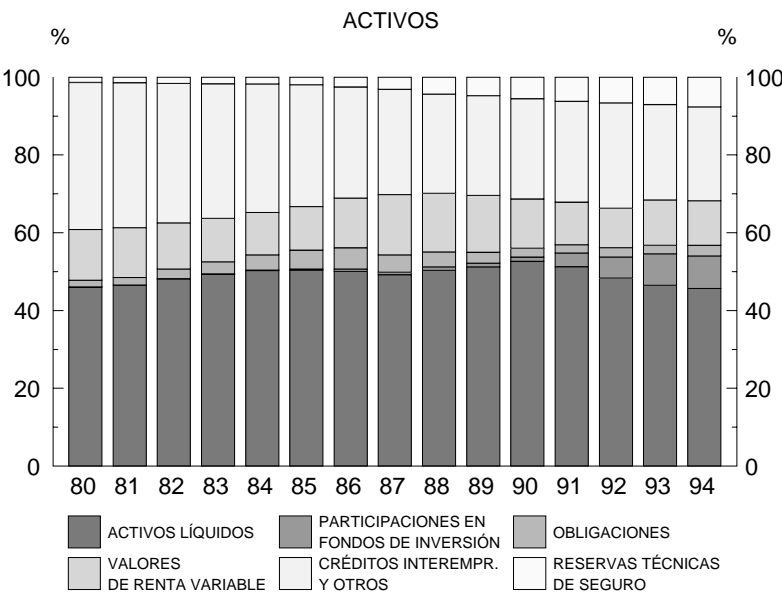
ACTIVOS

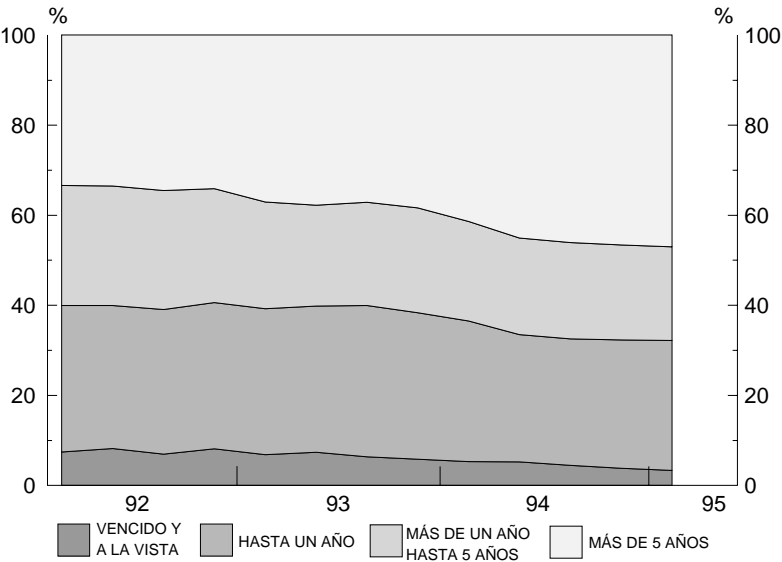


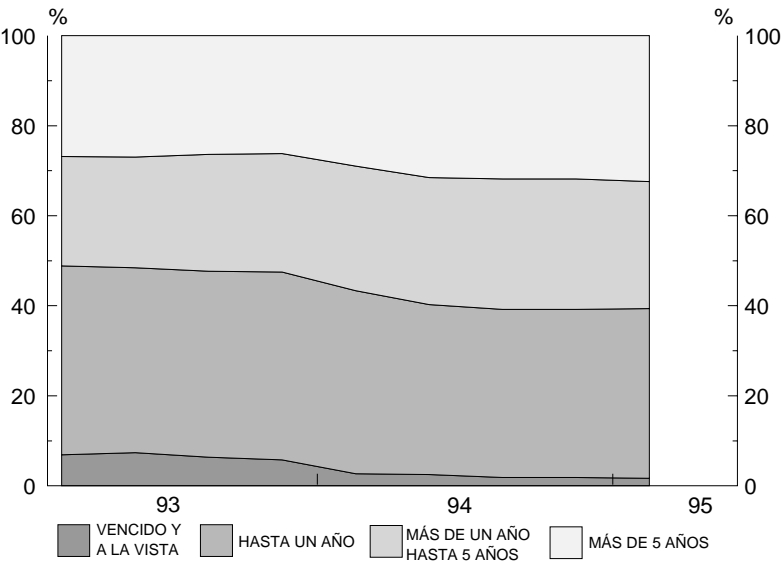
PASIVOS (a)

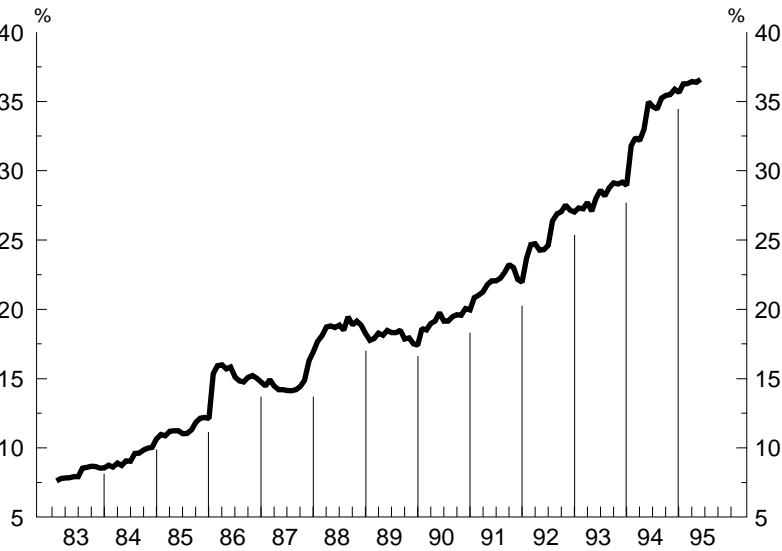


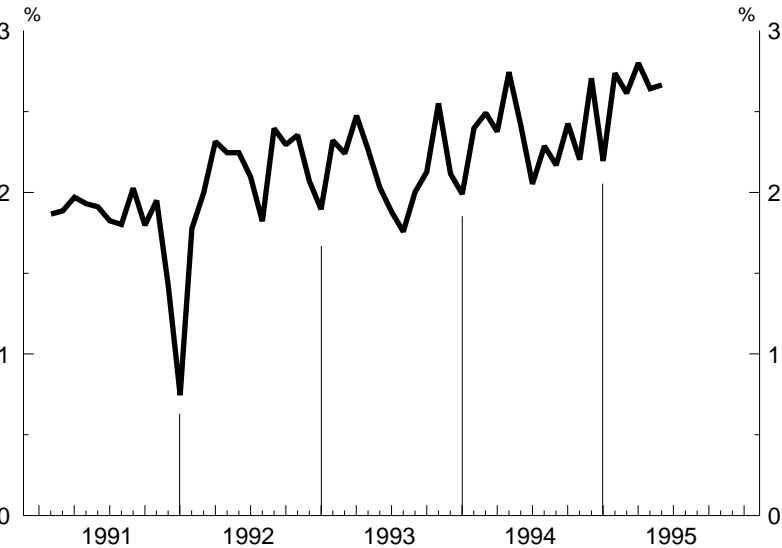


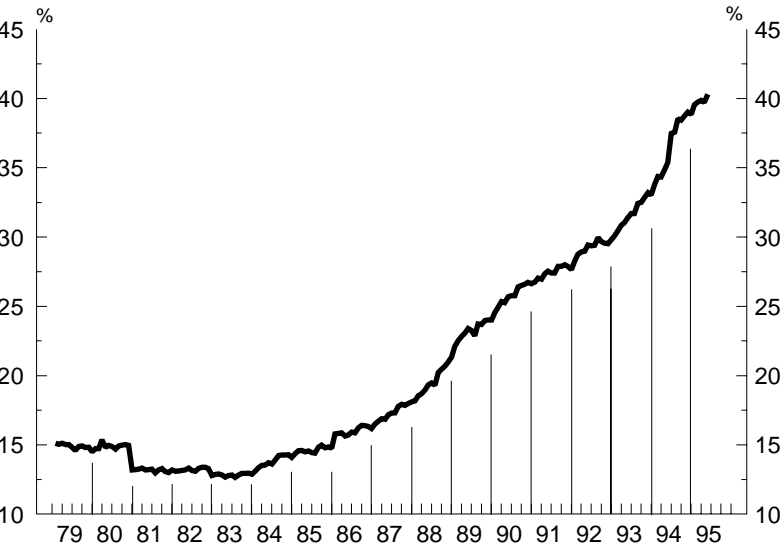


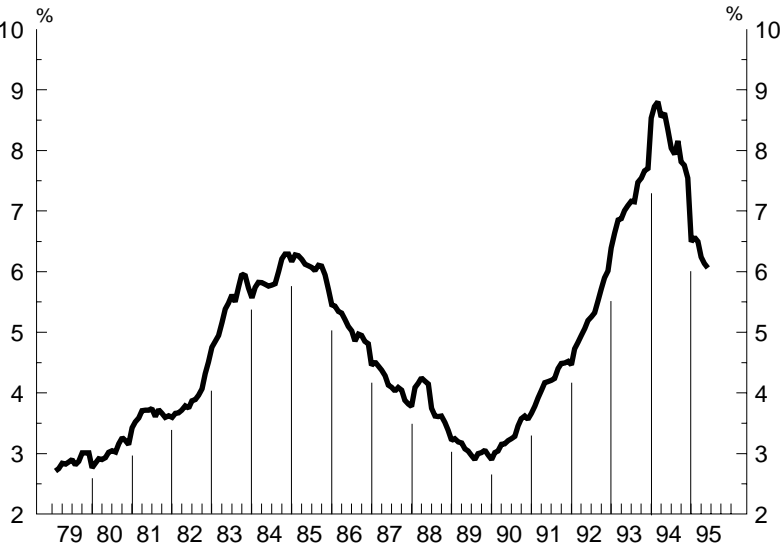


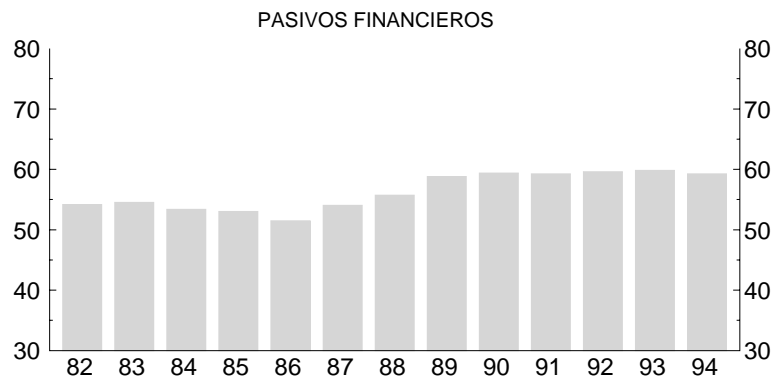
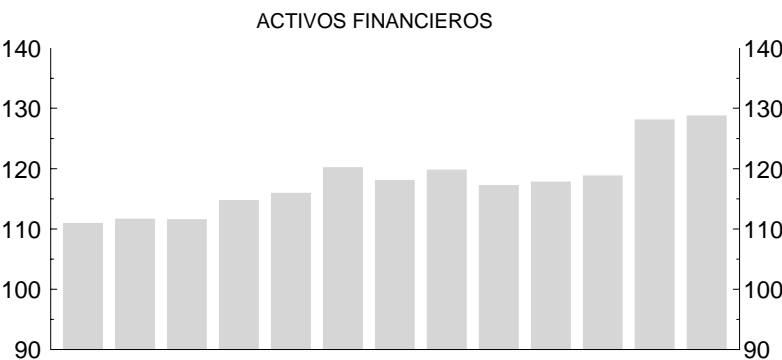
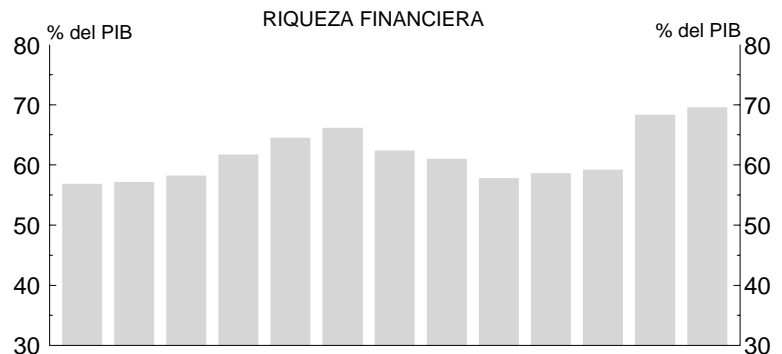


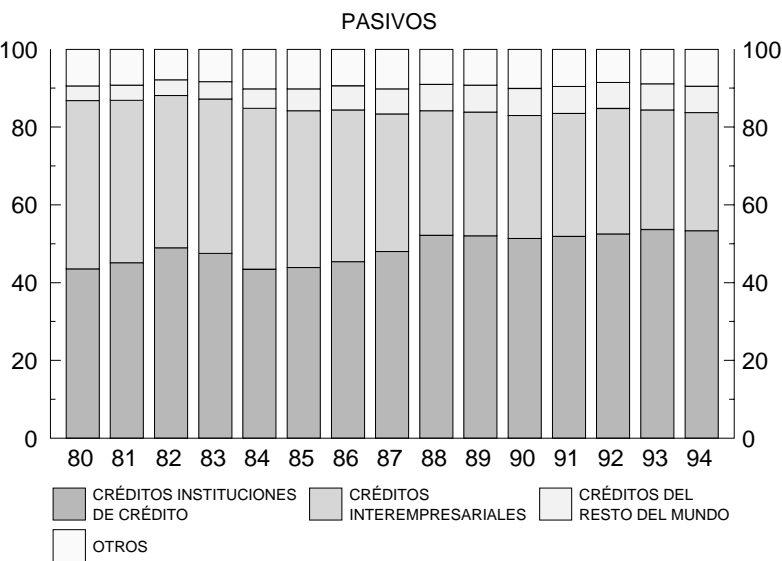
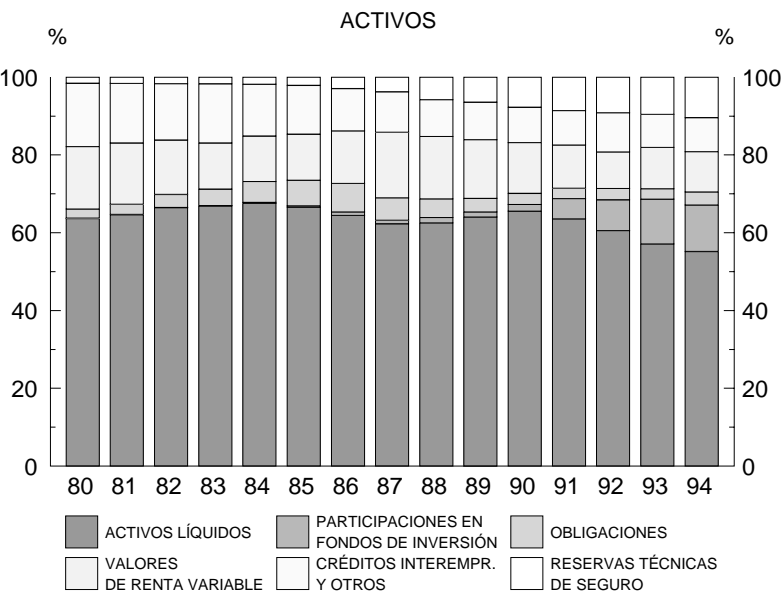


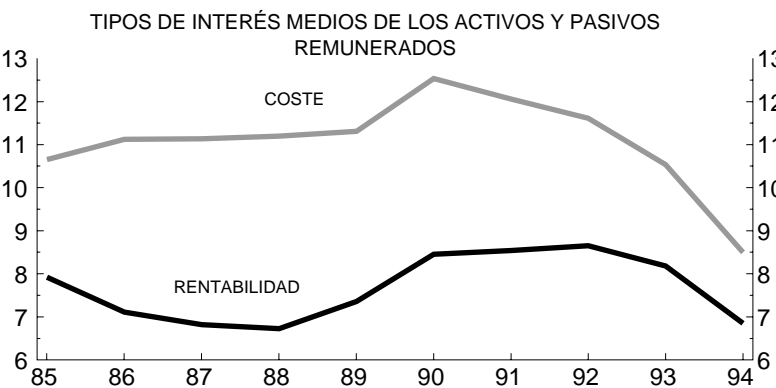
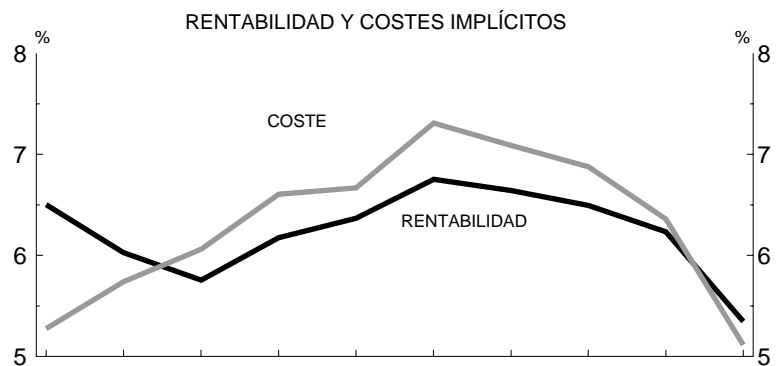
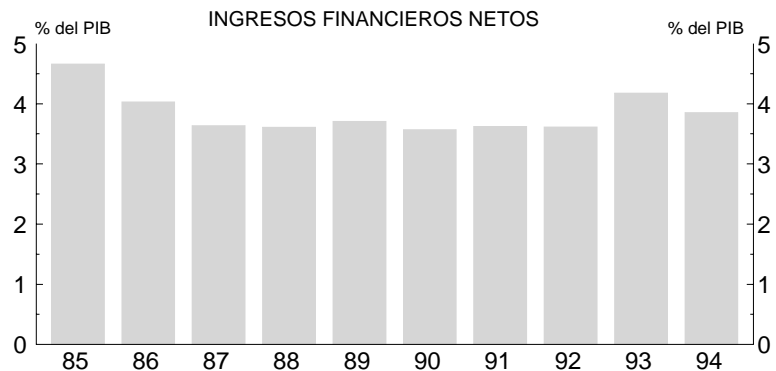


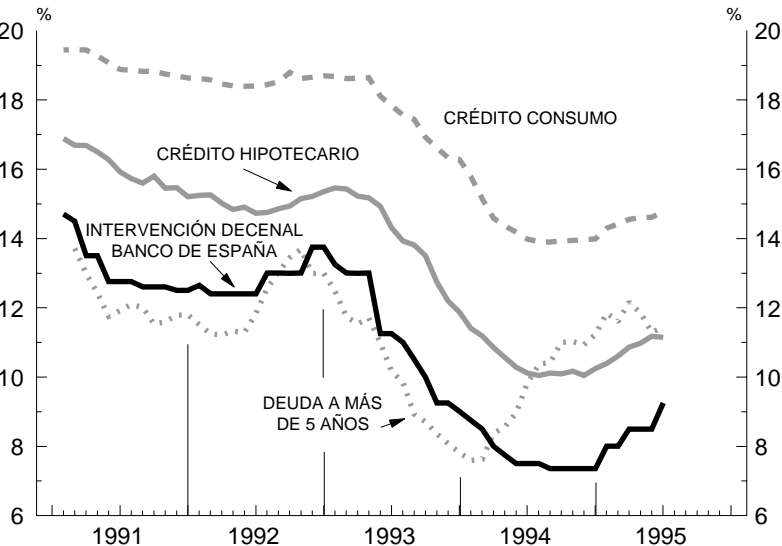


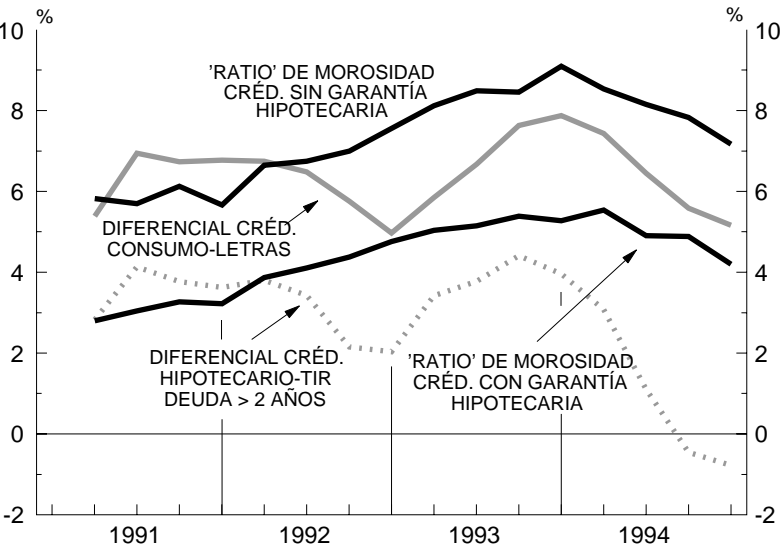


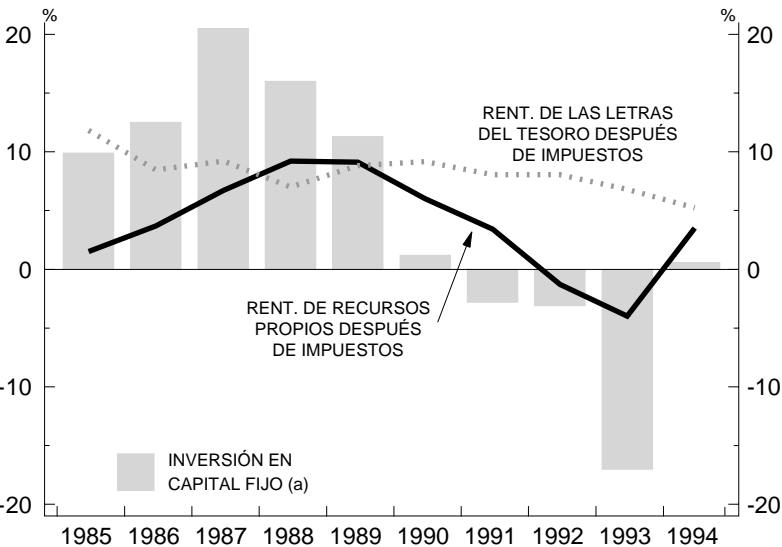


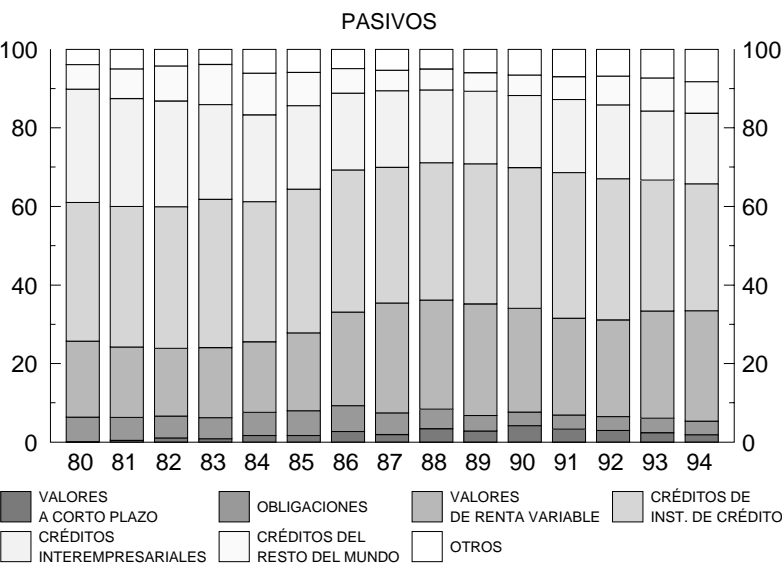
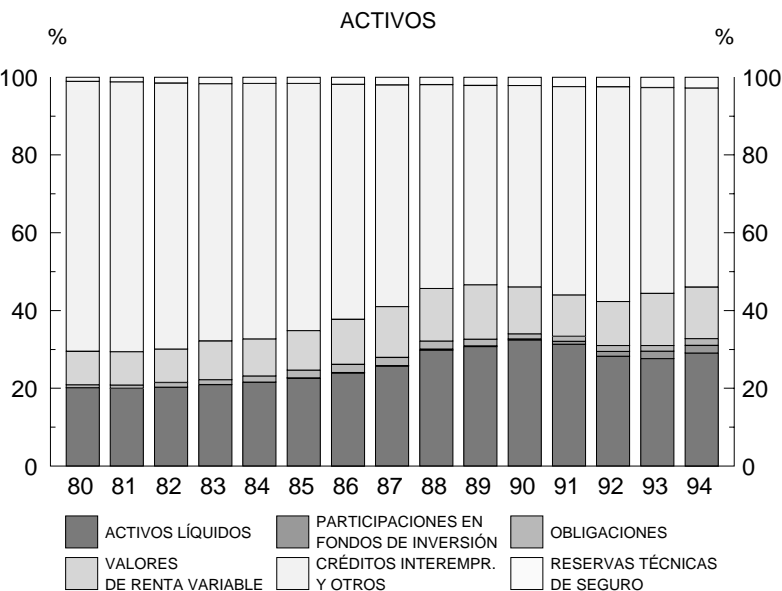


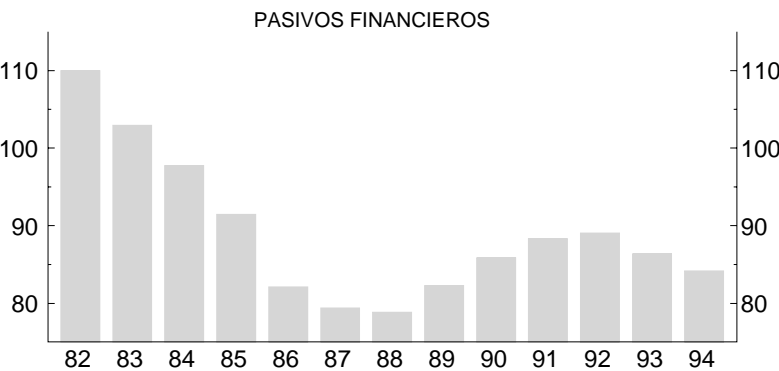
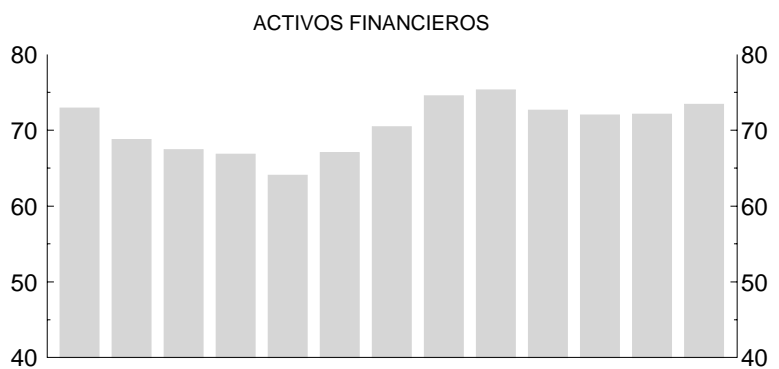
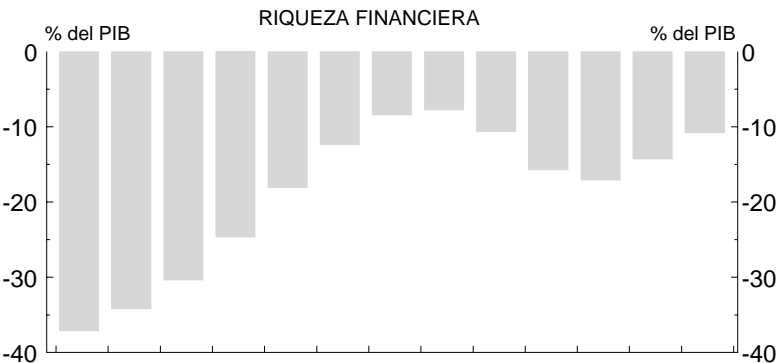


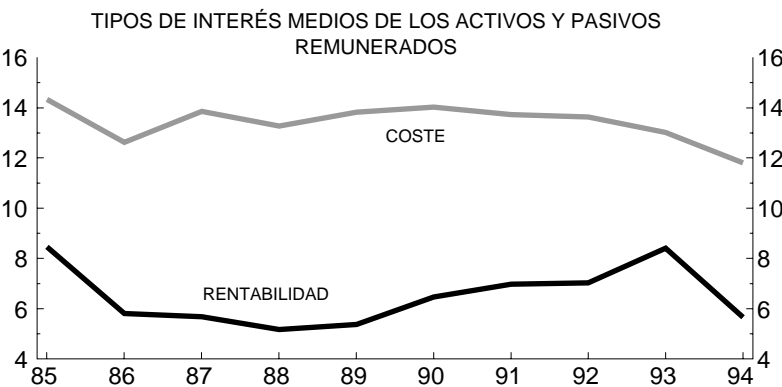
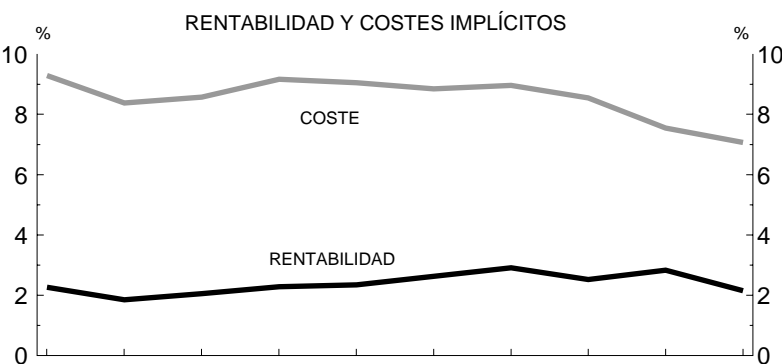
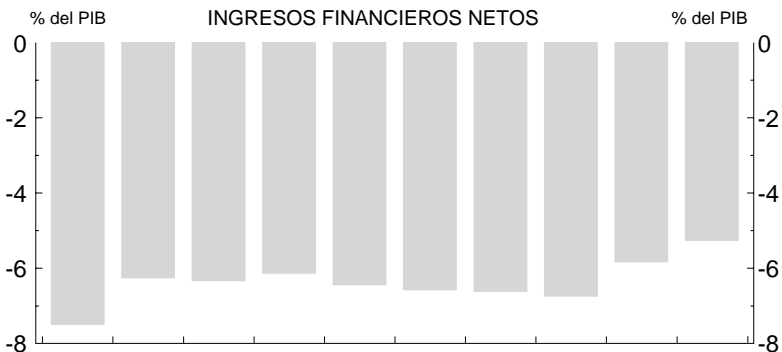


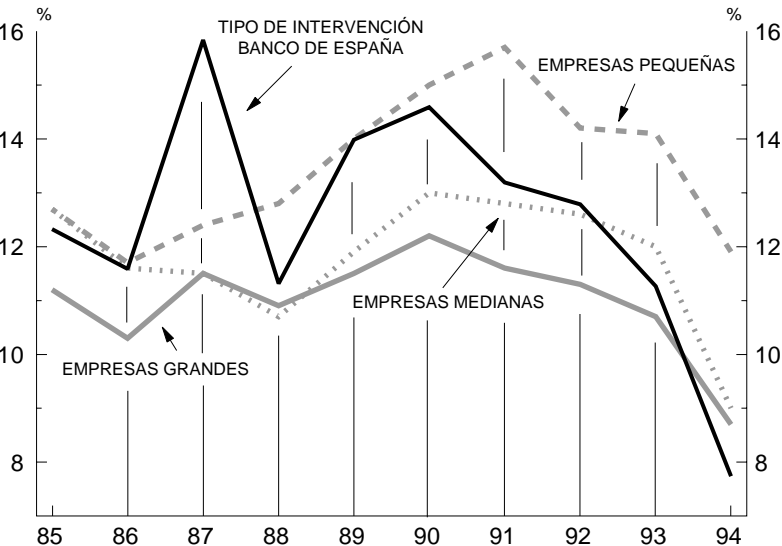


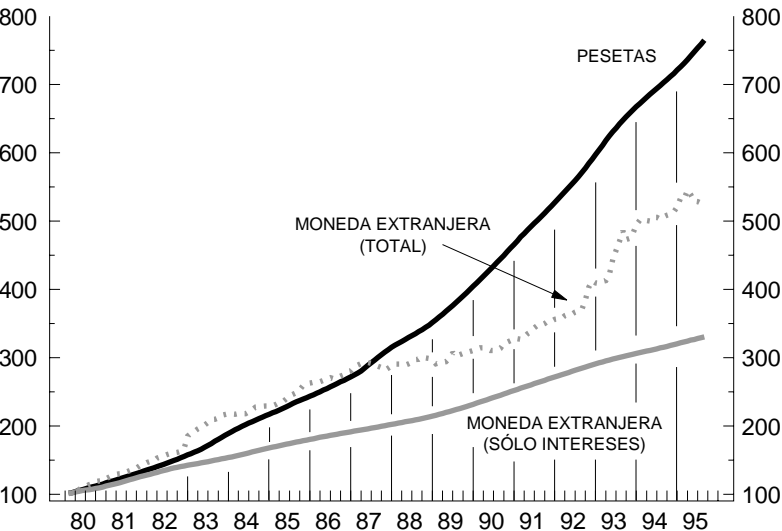


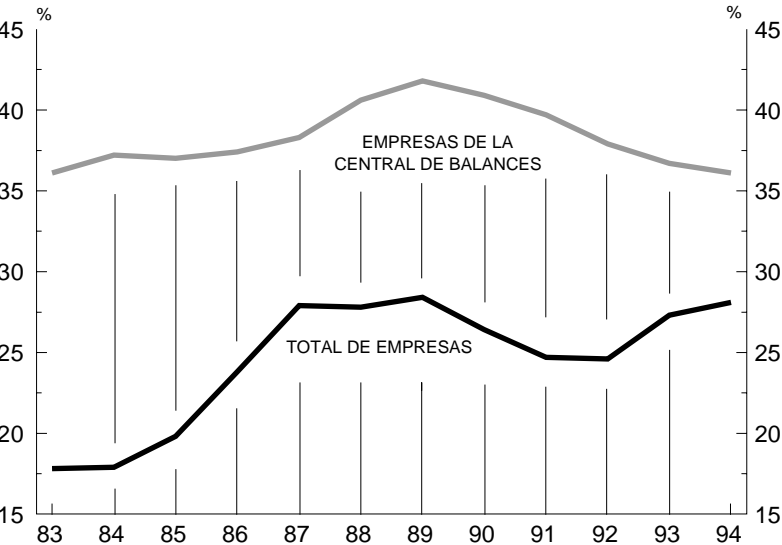


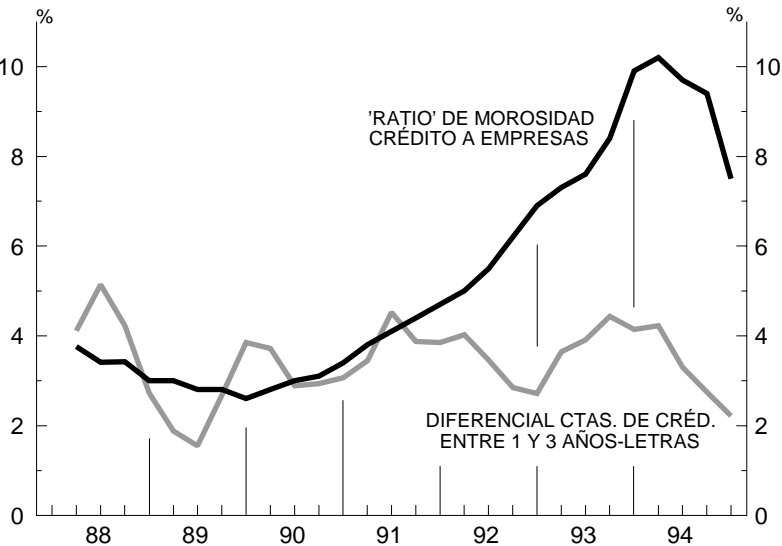


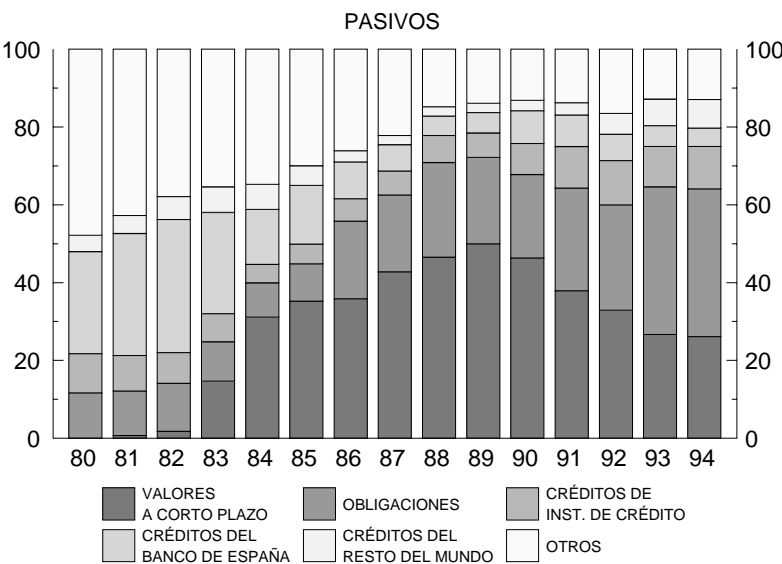
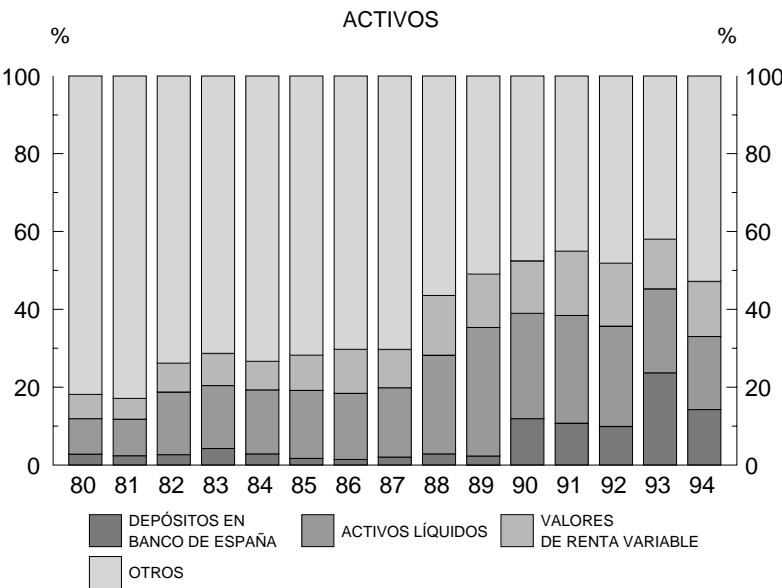


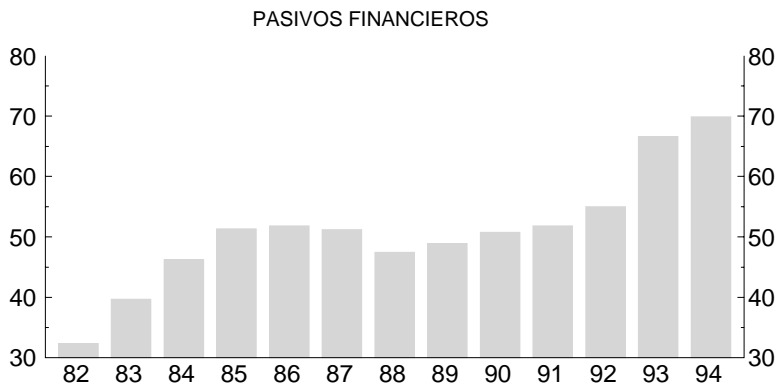
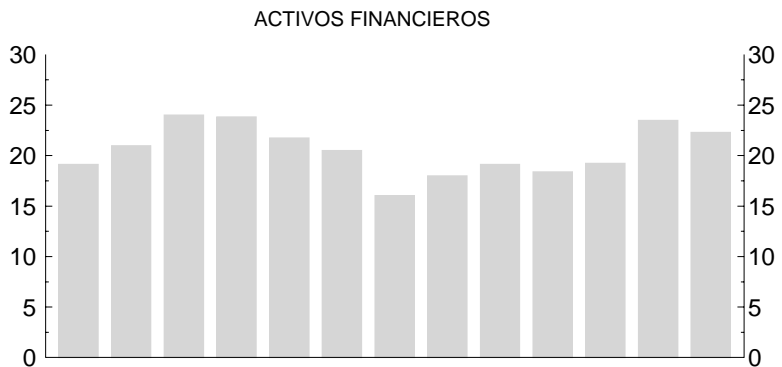
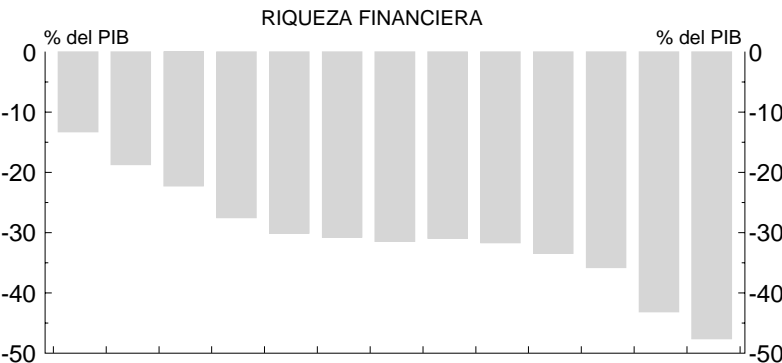


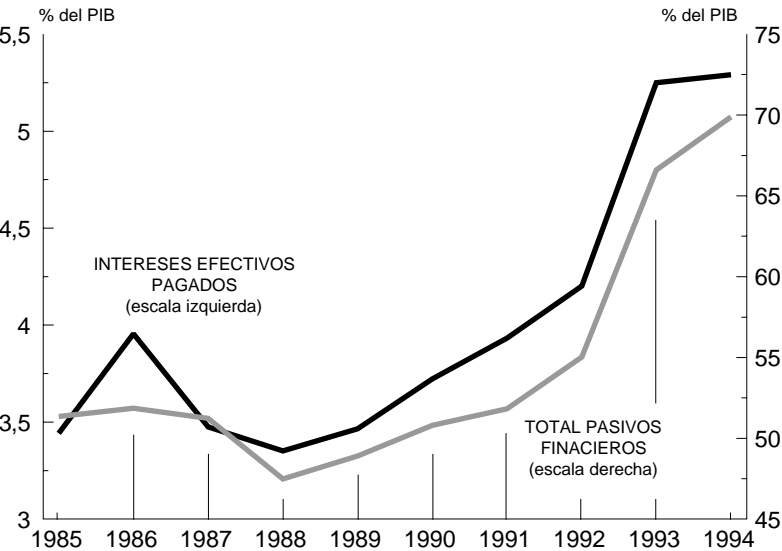




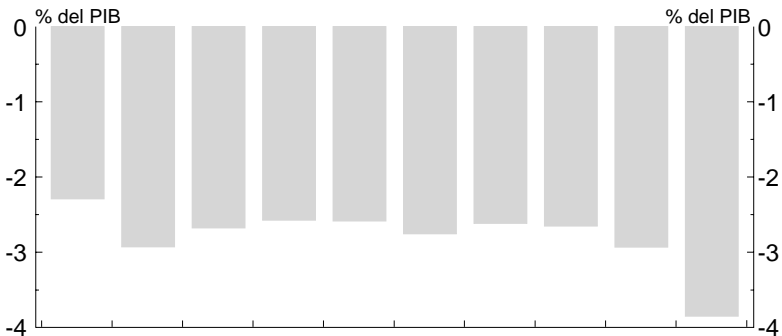








INGRESOS FINANCIEROS NETOS



RENTABILIDAD Y COSTES IMPLÍCITOS

